

CREA

Discussion Paper

2010-17

Center for Research in Economic Analysis
University of Luxembourg

La place financière de Luxembourg face à la crise économique et financière

available online : http://wwwfr.uni.lu/recherche/fdef/crea/publications2/discussion_papers/2010

Arnaud Bourgain, Université du Luxembourg
Patrice Pieretti, Université du Luxembourg

17 février 2010

For editorial correspondence, please contact : elisa.ferreira@uni.lu

La place financière de Luxembourg face à la crise économique et financière

Document de travail pour l'OCDE

17 février 2010

Arnaud Bourgain et Patrice Pieretti

(CREA, Université du Luxembourg)¹

¹ Avec la précieuse assistance de Déborah Schwartz

Document de travail pour l'OCDE,
17 février 2010

La place financière de Luxembourg face à la crise économique et financière

Depuis les années 80, période de l'essor de sa place bancaire, l'économie luxembourgeoise est la plus dépendante de l'OCDE à l'égard du secteur financier. Son secteur des fonds d'investissement, est aujourd'hui le deuxième au monde, après New York, en matière d'actifs sous gestion et la place luxembourgeoise est devenue un centre reconnu en matière de gestion de patrimoine et d'ingénierie financière. D'un point de vue comptable, trop statique, mais qui a mérite de la simplicité, la part du secteur financier² dans le PIB est évaluée à 29% en 2008. Juste avant le déclenchement de la crise financière, ce secteur contribuait directement à hauteur de 21% des recettes fiscales totales de l'administration publique luxembourgeoise. Face à ce poids du secteur financier qui a façonné la croissance du Luxembourg depuis plusieurs décennies, ce chapitre débute par un examen de l'impact de la crise financière actuelle sur les principales activités financières de la place, sur la rentabilité bancaire, l'emploi et les recettes fiscales engendrées par le secteur financier (*section 1*).

Au delà de ces aspects conjoncturels, la période de crise s'accompagne et annonce des changements institutionnels et réglementaires dans le système financier international qui concernent au plus haut degré le centre financier luxembourgeois. La crise a révélé la nécessité d'améliorer les règles de surveillance des groupes bancaires internationaux tant en matière de liquidité que de règles prudentielles. Etant composée quasi exclusivement d'entités de groupes bancaires essentiellement européens et jouant un rôle dans la distribution de la liquidité interbancaire, la place luxembourgeoise et ses autorités de contrôle se trouvent devant la perspective d'une adaptation de la structure de surveillance vers un renforcement soit du niveau européen soit du rôle du superviseur de la maison mère (*section 2*). Par ailleurs, deux piliers de la place financière luxembourgeoise, les fonds d'investissement et la gestion de patrimoine sont l'objet de profonds changements réglementaires. Le secteur des fonds d'investissement est concerné par plusieurs directives européennes impliquant une intégration accrue du marché européen et un plus haut degré de protection et d'information des investisseurs aussi bien pour les fonds standards que pour la gestion alternative (*section 3*). Enfin, avec les réactions internationales à la crise, le secteur luxembourgeois de la gestion de patrimoine se trouve à un tournant de son histoire, devant la nécessité d'une adaptation aux principes internationaux de transparence et d'échanges d'informations (*section 4*).

² Nous considérons ici le secteur financier au sens des comptes nationaux c'est-à-dire la branche « services financiers » (Code NACE: « J », Source : STATEC)

1. Impact de la crise sur la place financière luxembourgeoise

Les banques et les fonds d'investissement dans la crise

La structure de bilan des banques luxembourgeoises (voir encadré 1) se distingue par le poids considérable, plus de 50%, des créances et dettes interbancaires. La somme des bilans agrégés des banques luxembourgeoises a atteint un pic en octobre 2008, à la période la plus intense de la crise financière (voir graphique 10) où les opérations interbancaires en particulier intragroupe étaient les plus élevées. Puis, d'octobre 2008 à octobre 2009, les créances interbancaires vont nettement baisser de - 30%, les encours interbancaires de - 27,6 % (-22,6 % sur l'année 2009), entraînant un fléchissement de la somme agrégée des bilans de 21,2 %. Sur l'année 2009, ces baisses sont respectivement de : -20,6 % ; - 22,6 % et -16,8 % sur l'année 2009. Les opérations avec la clientèle non bancaire n'ont pas connu des variations aussi amples.

A l'actif du bilan des banques luxembourgeoises, les crédits envers la clientèle non financière ne représentent en moyenne que 30 % des créances totales. Ces crédits ont baissé de 13 % d'octobre 2008 à octobre 2009 et de 8 % sur l'année 2009. Selon l'enquête sur la distribution du crédit bancaire menée par la BCL³, les crédits aux ménages (crédits immobiliers et crédits à la consommation) ont connu une période défavorable d'août 2008 à février 2009 et connaissent une reprise depuis. Par contre, la distribution de crédits aux entreprises non financières, résidentes ou non, est médiocre depuis septembre 2008 et le taux de croissance est même devenu négatif au troisième trimestre 2009. D'autres postes de l'actif sont difficiles à interpréter en raison de l'adoption de la nouvelle méthode comptable (IFRS) qui implique la valorisation des actifs à leur valeur de marché et qui intègre dans le bilan des produits dérivés qui étaient inscrits hors bilan précédemment.

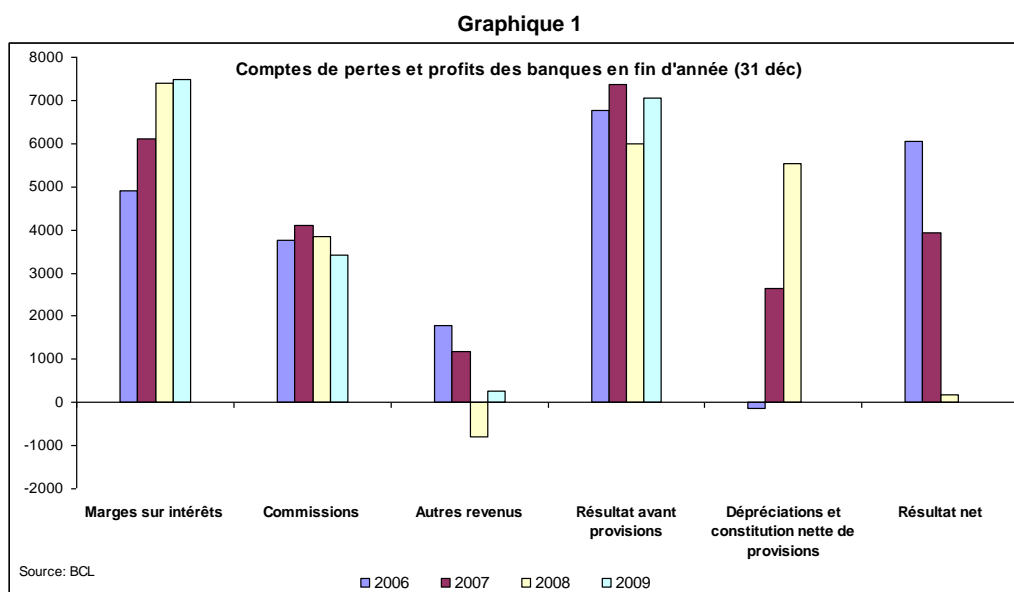
Dans le contexte de la crise financière, l'année 2008 fut la plus mauvaise en matière de rentabilité des banques, puisqu'elles ont connu une baisse de 19.3% de leur résultat avant provisions. Sur l'année 2009, ce résultat est en hausse de 17% par rapport à 2008, et en recul de 4% par rapport à 2007.

L'évolution des marges d'intérêt ont considérablement amorti les effets de la crise financière sur les résultats bancaires en 2008 et 2009 (graphique 1). Pour ces deux années, l'importante activité de redistribution de liquidité sur le marché interbancaire par les banques luxembourgeoises et les conditions de refinancement favorables ont conduit à des augmentations des marges d'intérêt respectivement de +21% et +22,5% pour 2008 et 2009. Cette hausse est obtenue en 2009 malgré la baisse des dividendes (qui font partie de ce poste) consécutive aux mauvais résultats des entreprises en 2008.

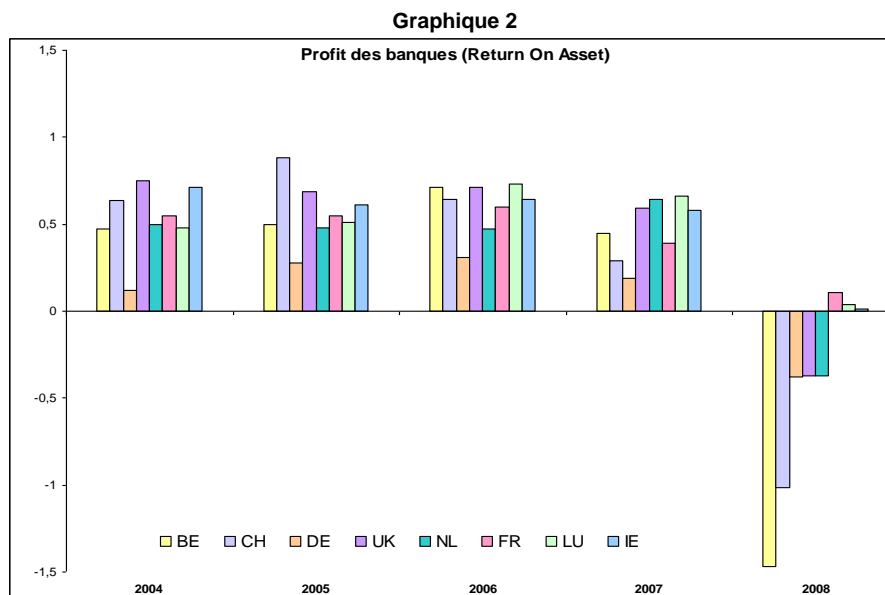
Les revenus sur commissions sont en baisse en 2008 (-6,5%) et en 2009 (-11%) en raison de la chute du prix des actifs boursiers qui sont à la base du calcul des commissions de courtage et de services des banques dépositaires des fonds d'investissement. Ces revenus connaissent une reprise depuis le milieu de 2009 suite à la hausse des cours boursiers. Les « autres revenus » encore davantage liés à l'évolution des valorisations boursières, ont connu une chute très importante en 2008 : recette négative de -791 millions d'euros, représentant une baisse de -167 % par rapport à 2007. Par rapport à la crise financière de 2001-2002 attribuable à l'éclatement de la bulle internet ainsi qu'à quelques scandales financiers, les baisses de commissions et de revenus ont été plus fortes : -30% de la fin 2007 à la fin 2009, alors que cette baisse était de -4% entre fin 2001 et fin 2003.

³ Bulletin BCL 2009-3, p. 68-74.

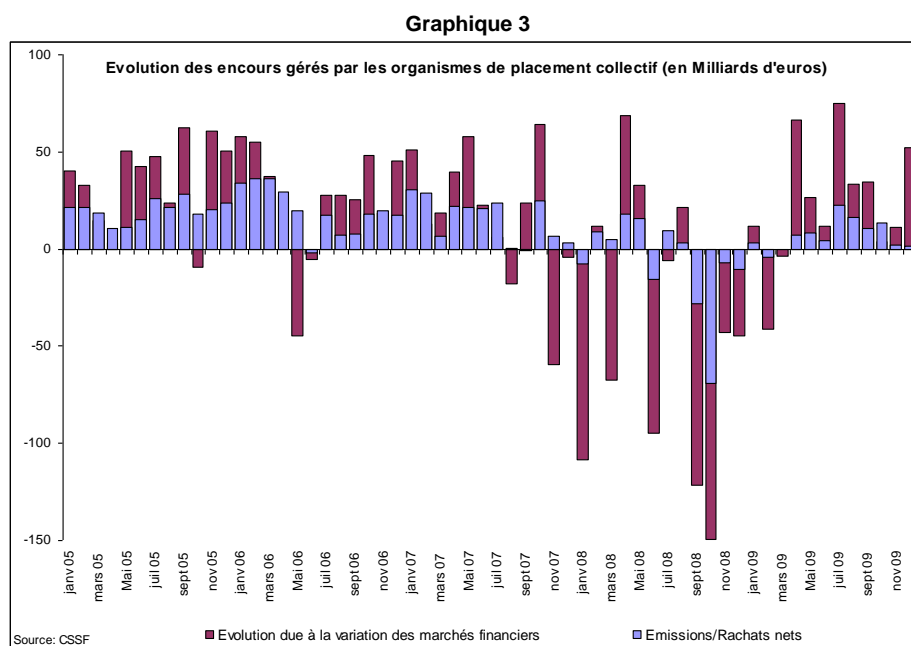
Le montant des dépréciations et de constitution nette de provision a été exceptionnellement élevé en 2008, presque équivalent au résultat avant provisions. Fin septembre 2009, ce montant est en retrait de 40% par rapport à septembre 2008 en raison de la reprise sur les marchés boursiers et parce que la dévalorisation de certains actifs a été amortie.



Une comparaison internationale de l'indicateur de rentabilité des actifs (Return on Assets) du secteur bancaire (graphique 2) indique une détérioration relativement modérée de la rentabilité du secteur bancaire luxembourgeois par rapport à celui d'autres pays européens. La plus forte chute de rentabilité est constatée pour le secteur bancaire belge qui a enregistré en 2008 une perte considérable s'élevant à 21.2 milliards d'euros soit près d'1.5% de l'actif total du secteur. L'essentiel de cette perte, soit quelques 12 milliards d'€, provient de pertes exceptionnelles et charges pour risques non récurrents imputables en grande partie à la vente des activités de Fortis Bank. La situation suisse s'est également fortement dégradée en 2008 en termes de rentabilité. Dans l'ensemble, le secteur bancaire suisse a accusé une perte nette d'environ 14 milliards d'euros. Le rendement consolidé des actifs (ROA) a considérablement diminué en 2008, un repli presque entièrement dû aux résultats des deux grandes banques : Crédit Suisse et UBS. Les pertes enregistrées par le secteur bancaire allemand sont principalement le fait de la faillite de la filiale allemande de la banque d'affaires américaine Lehman Brothers. La détresse ayant mené à la nationalisation de la Northern Bank (8^{ème} banque du pays) et la difficulté de la RBS ont entraîné une chute du résultat du secteur bancaire anglais d'environ 0.4% de l'actif. Le secteur bancaire hollandais a également fait face à des pertes historiques avec un résultat après impôts de -27 milliards d'euros. Ces pertes sont largement attribuables à la dépréciation des actifs, au dernier trimestre 2008 et le provisionnement en prévision de futures dévalorisations.



La crise financière a fortement dégradé la situation du secteur luxembourgeois des fonds d'investissement. La valeur nette d'inventaire des fonds a baissé de 24,3 % sur l'année 2008. Cette baisse n'avait été que de 8% en 2002 lors de la crise financière de 2001-2002. La chute du prix des actifs de 2008 est largement responsable de cette baisse (graphique 3). Au plus fort de la crise financière, de septembre à novembre 2008, les mouvements nets de fonds de la part des investisseurs ont été fortement négatifs. Depuis avril 2009, l'évolution des valeurs nettes est à nouveau positive, surtout en raison de l'effet de l'évolution favorable des marchés financiers. Le compte financier de la balance des paiements⁴ indique également que les non-résidents ont cessé de rapatrier leurs capitaux, placés essentiellement sous forme de part d'OPC, dès le mois de mars 2009.



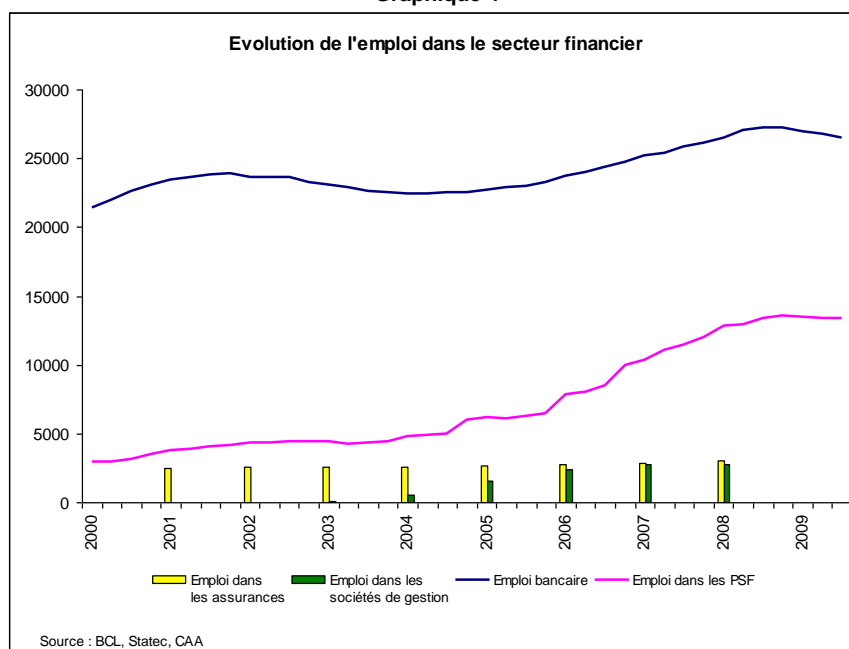
⁴ BCL, Bulletin trimestriel 3-2009, p. 84.

Baisse modérée de l'emploi dans le secteur bancaire

Depuis octobre 2008, les effectifs employés dans le secteur bancaire, qui comprend une grande partie de l'activité de gestion et d'administration de fonds d'investissement, ont commencé à baisser. 948 licenciements ont été relevés, dont 610 dans le cadre de plans sociaux, depuis début 2008 jusqu'à septembre 2009⁵. De fin septembre 2008 à fin septembre 2009, il y a eu une suppression nette de 770 postes, ce qui correspond à une baisse de 2,8% des 27 869 emplois de septembre 2008. Cette diminution représente la moitié des pertes d'emplois subies lors de la crise financière de 2001-2002, où 1502 postes avaient été supprimés de décembre 2001 à mars 2004. Mais cette période étant deux fois plus longue, la diminution est tout à fait comparable pour les deux crises. La diminution du nombre d'établissements bancaires est responsable de 40% des suppressions d'emplois depuis septembre 2008.

Par contre, le nombre d'emplois dans le secteur des « professionnels du secteur financier » est en constante augmentation malgré la crise (graphique 4) et représente la moitié des effectifs des établissements bancaires au sens strict. Sans exhaustivité, cette catégorie représente notamment : des conseillers en investissement, des courtiers en instruments financiers, des commissionnaires, des gérants de fortune, des dépositaires d'instruments financiers, des domiciliataires de sociétés, des opérateurs de systèmes informatiques du système financier... Les effectifs des professionnels de support aux activités financières ont augmenté davantage que ceux des sociétés d'investissement. Cette augmentation remarquable des emplois dans ce sous-ensemble du secteur financier est toutefois en partie expliquée par l'élargissement par la loi Mifid (2007) des métiers considérés comme « professionnels du secteur financier » et à ce titre sous la surveillance de la CSSF. Les sociétés d'assurance emploient 3087 salariés fin 2008, nombre en légère augmentation malgré la crise. 2782 personnes sont employées par les sociétés de gestion (principalement de fonds d'investissement), nouvelle catégorie de sociétés du secteur financier créée en 2003.

Graphique 4



Source : BCL, Statec, CAA

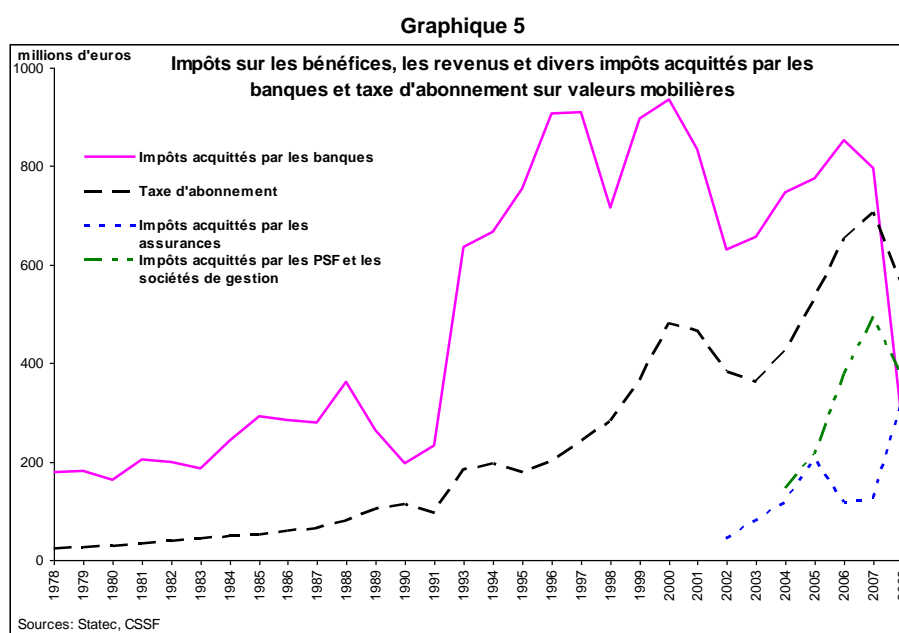
⁵ Source : ALEBA, syndicat luxembourgeois de salariés des banques

Recettes fiscales en provenance du secteur bancaire

L'évolution des recettes fiscales reflète la structure des activités de la place financière. Sur une longue période (graphiques 5 et 6) apparaissent clairement la forte expansion des impôts en provenance des banques au début des années 90, ainsi que la sensibilité de ces recettes aux crises financières successives. La part de la taxe d'abonnement, payée annuellement par les fonds d'investissement, suit une tendance nettement croissante. C'est également le cas pour les autres activités financières pour lesquelles nous ne disposons pas de longues séries.

Les effets de la crise sur les recettes fiscales en provenance du secteur financier doivent être observés en tenant compte d'un effet de retard. Les impôts sur les bénéfices des banques ne sont pas enregistrés pour la période où ont lieu les activités donnant lieu à l'obligation fiscale comme pour la TVA ou les accises, mais à la période suivante et provoque un retard de un ou deux ans. En 2008, la taxe d'abonnement des fonds d'investissement a baissé de 21% et une baisse équivalente est attendue pour 2009⁶. Les montants d'impôts payés par les banques connaissent une baisse pour 2008 encore plus importante : - 66% ce qui fait passer la part de l'impôt sur le bénéfice des banques à seulement 3% des recettes fiscales totales du Luxembourg. Cette chute est principalement attribuable à la possibilité offerte par les normes comptables IFRS d'activer des charges d'impôts futures durant l'exercice où l'entreprise a connu des pertes. De plus, en 2008, la croissance des provisions a été exceptionnelle (5540 millions d'euros en 2008, quasi équivalent au résultat avant provisions). En 2009, les provisions seront en baisse, mais les recettes vont continuer à subir les effets de la crise sur le bénéfice des banques. Globalement, la perte de recettes fiscales issues du secteur financier apparaît plus sévère que lors de la dernière crise de 2001-2002.

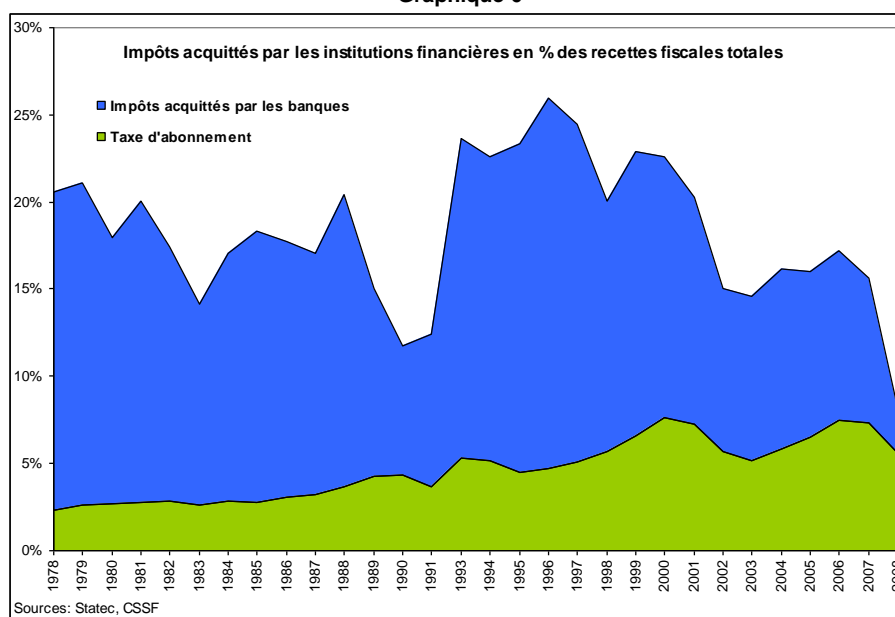
La part des assurances dans les recettes fiscales est en forte augmentation en 2008, mais cette évolution est principalement due au secteur de la réassurance qui représente 81% des impôts versés. En effet, un acteur de taille mondiale est venu transférer sur la place luxembourgeoise les activités localisées dans les autres structures européennes du groupe et les impôts sont passés de 38 millions d'euros en 2007 à 269 millions en 2008⁷.



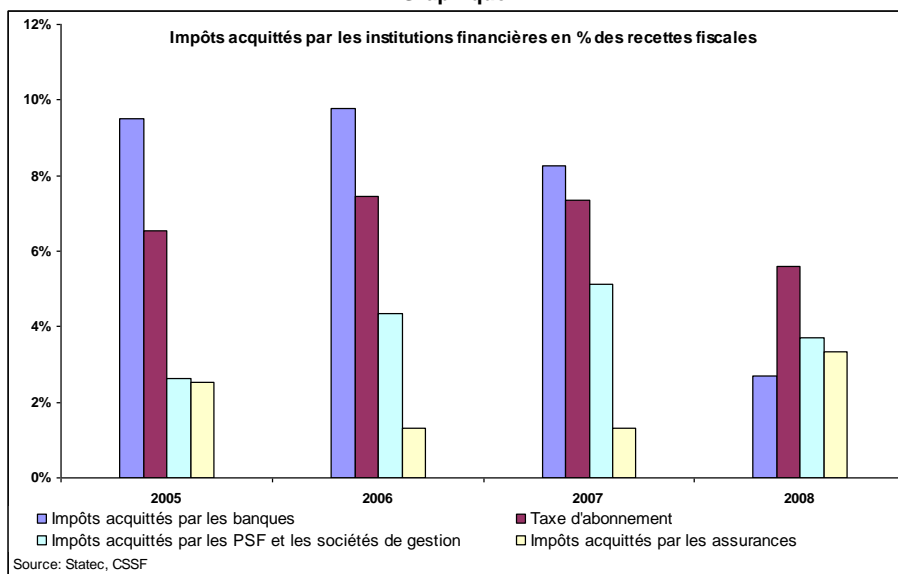
⁶ STATEC, Note de conjoncture 2-09.

⁷ Commissariat aux assurances, Rapport annuel, 2008.

Graphique 6



Graphique 7



2. Le système bancaire luxembourgeois et la question « *home-host regulation* »

Encadré 1: L'intégration du système bancaire luxembourgeois dans les groupes bancaires internationaux

- Le système bancaire luxembourgeois est très intégré dans les groupes bancaires essentiellement européens. Mise à part la Banque et Caisse d'Épargne de l'État, le capital de toutes les banques est objet d'investissement direct étranger, pour des taux supérieurs à 97%. Cette part a même augmenté dans les années 2000 pour les banques moyennes et grandes (graphique 8)
- Le secteur bancaire apparaît concentré puisque trois banques principales (Deutsche Bank, Dexia et BGL) représentent 18 % de l'actif total du système bancaire luxembourgeois et les 15 plus grandes banques la moitié de l'actif total (tableau 1).
- Les banques luxembourgeoises, étant toutes (sauf BCEE) filiales ou succursales de groupes bancaires internationaux, ont en général une activité beaucoup plus orientée vers le marché interbancaire que les autres banques européennes (graphique 9). L'évolution des bilans agrégés des banques luxembourgeoises apparaît bien corrélée avec sa composante interbancaire (graphique 10). Durant la crise, le pic de 2008 des opérations interbancaires aussi bien au niveau de l'actif que du passif vient du fait que les banques luxembourgeoises ont acquis des montants importants de liquidité auprès de la banque centrale du Luxembourg et les ont par la suite redistribués à d'autres entités de leur groupe⁸. Ces opérations sont en baisse en 2009.
- Les banques luxembourgeoises ont un rôle de redistribution des liquidités sur le marché interbancaire et plus particulièrement vers les entités de leur groupe bancaire. Fin 2007, la part des créances intragroupes représentait 78 % des créances interbancaires totales et ce pourcentage suit une tendance croissante (graphique 11). La position des banques luxembourgeoises est en général excédentaire en raison des liquidités générées par les activités de banque privée et de banque dépositaire des fonds d'investissement. A partir de comptes de pertes et profits, le graphique 12 représente les montants d'intérêt reçus et versés intragroupe avec en filigrane un taux d'intérêt à court terme de référence (Euribor).

⁸ BCL, Bulletin trimestriel 2009-3, p. 57.

Graphique 8

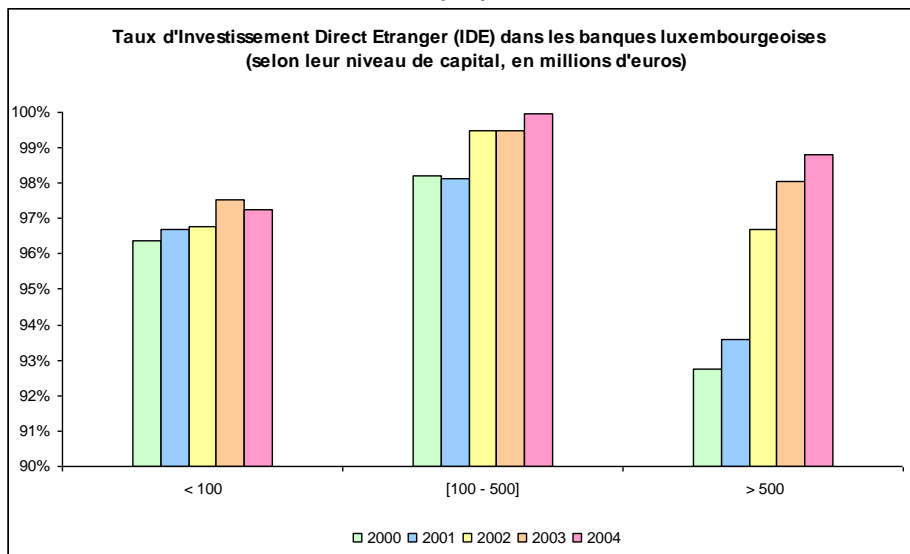
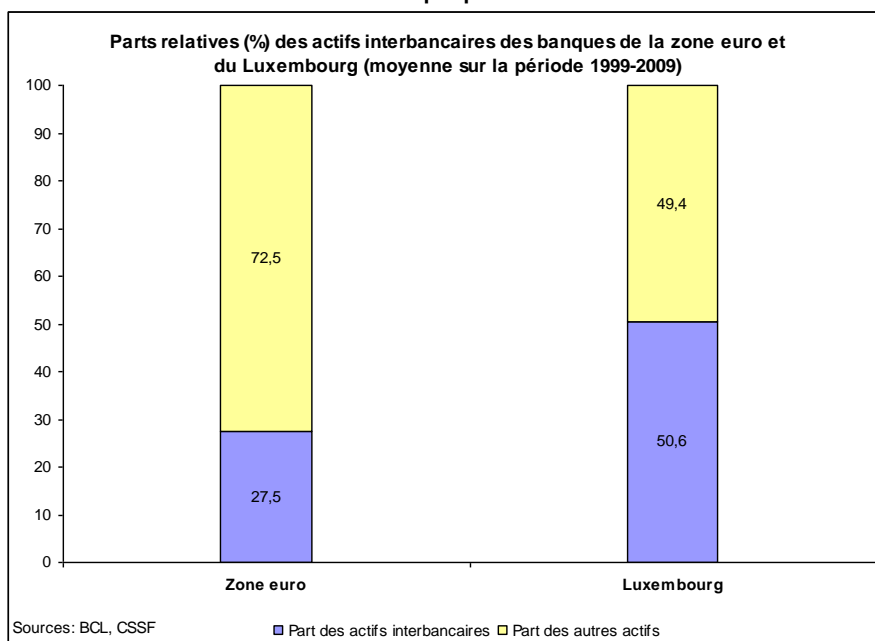


Tableau 1 : Concentration des banques en fonction de l'actif total (2008)

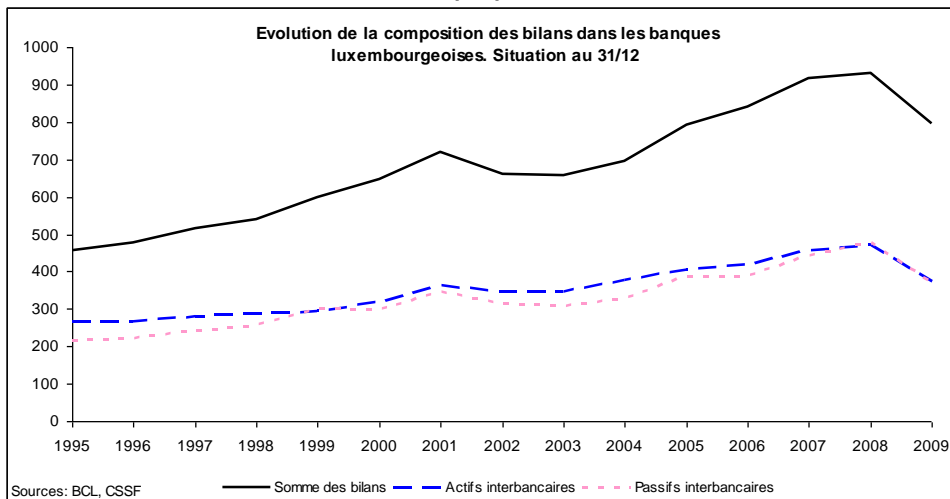
| | % de l'actif total | Nombre de banques |
|---------|--------------------|-------------------|
| Top 2% | 17,9% | 3 |
| Top 5% | 36,0 % | 8 |
| Top 10% | 49,2 % | 15 |
| 100 % | 100,0 % | 152 |

Source: Calculs sur données individuelles collectées par le Luxemburger Wort 05/06/09

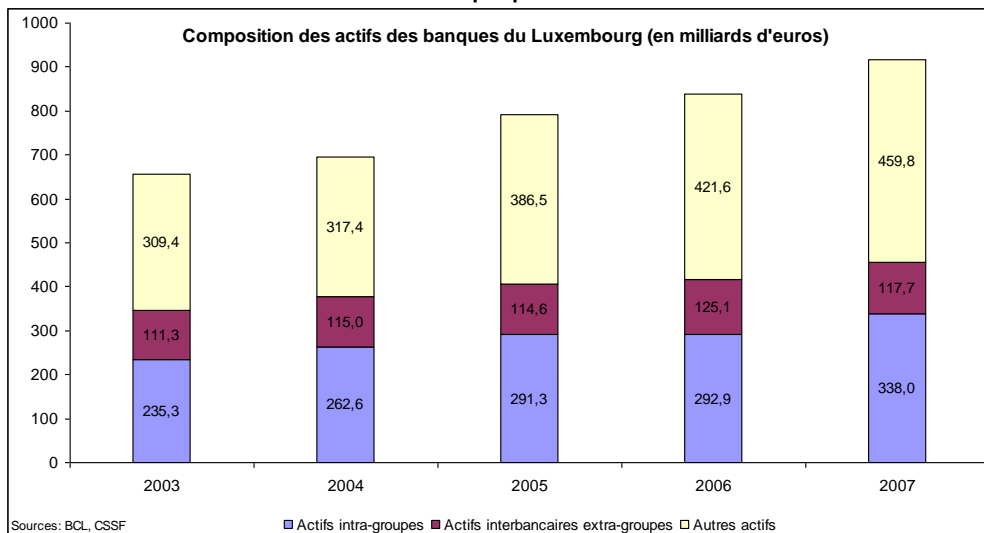
Graphique 9



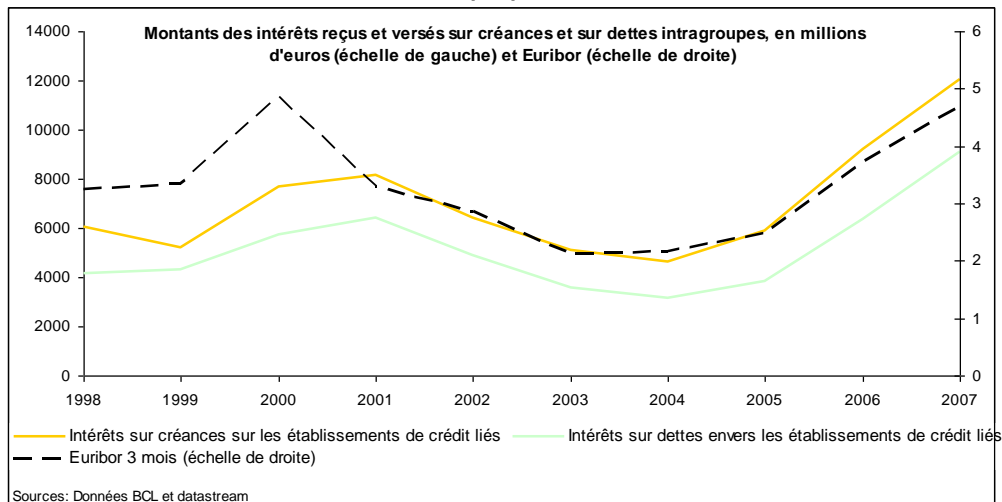
Graphique 10



Graphique 11



Graphique 12



Les filiales luxembourgeoises et la gestion de liquidité par les groupes bancaires

Le rôle des établissements bancaires luxembourgeois, tous filiales ou succursales de groupes bancaires internationaux, illustre la tendance croissante à la centralisation de la gestion de la liquidité au sein des groupes bancaires internationaux (Basel Committee on Banking Supervision, 2006). Cette gestion centralisée s'explique notamment par des raisons d'optimisation des coûts de financement des entités du groupe, de diversification des sources de financement, de disponibilité des fonds dans certaines entités et d'autres raisons pratiques liées aux modalités des transactions. La crise de confiance particulièrement aiguë qui a asséché le marché interbancaire en 2008 a révélé l'utilité du marché interne des capitaux pour sauvegarder la liquidité de certaines entités au sein des groupes bancaires. A cette occasion, les maisons-mères des groupes internationaux ont largement utilisé les ressources en provenance de la place bancaire luxembourgeoise. Etant excédentaires, les entités luxembourgeoises s'exposent à un risque de recouvrement de leur avoirs concentrés sur leur contrepartie interne (Rychtarik S., 2009).

Selon les travaux sur le risque systémique (de Bandt and Hartmann, 2000), l'appartenance à un groupe bancaire international peut augmenter la fragilité d'une filiale par deux canaux de propagation en cas de défaillance d'une entité du groupe :

- Par une exposition réelle de la filiale au risque de contrepartie sur le marché des capitaux interne au groupe. Cette exposition est souvent très importante sur des échéances de court terme et concentrée sur quelques contreparties au sein des groupes.
- Par la diffusion de nouvelles informations sur une entité qui vont avoir des conséquences négatives sur la confiance des déposants et investisseurs envers les autres entités du groupe bancaire. Etant donnée l'imperfection de l'information dans le secteur bancaire, cette forme de contagion peut reposer sur des anticipations non fondées sur des difficultés réelles des filiales. Le risque trouvant sa source au niveau d'une entité particulière peut de ce fait se faire sentir au niveau du groupe ou du moins au niveau d'autres filiales ou succursales jouissant d'une situation parfaitement saine.

La littérature empirique sur les effets de contagion de défaillances bancaires ne met pas clairement en évidence une fragilité plus forte des filiales de groupe bancaire que des banques moins intégrées dans un groupe. Les expositions sur le marché interne des capitaux ne seraient pas en soi plus risquées que celles sur le marché externe des capitaux. Les effets négatifs, observés par les travaux économétriques, au sein de groupes concernent plutôt une contagion touchant les possibilités de crédits des filiales (Derviz and Podpiera, 2007).

Concernant le risque de contrepartie sur le marché des capitaux interne au groupe, face aux montants substantiels des expositions intra-groupe, la Commission européenne avait proposé des amendements sur ce sujet à la directive Capital Requirement (CRD) en 2008. En matière prudentielle, le régime dit « Grand risques » (large exposures) consiste à préserver les banques contre le défaut d'une contrepartie ou d'un groupe de contreparties liés à des événements exceptionnels, en limitant la concentration des expositions. Or, la réglementation luxembourgeoise a utilisé, comme d'autres, la possibilité d'exclure de ce régime les expositions intra-groupe et interbancaires à court terme⁹. Ce qui signifie que les filiales luxembourgeoises n'ont pas de contraintes prudentielles sur les transferts de leurs excédents de liquidité vers leur maison-mère ou d'autres filiales. Considérant la séparation juridique des

⁹ Pierre G. (2008), "Pourquoi une révision de la Capital Requirement Directive ?", *Le Mensuel AGEFI Luxembourg*, octobre.

entités d'un groupe bancaire, une des propositions de la Commission consistait à imposer une limite de 25 % sur les expositions intragroupe non garanties par des suretés éligibles. Cette mesure, qui n'a pas été retenue dans la version finale de la révision de la CRD, limiterait fortement les risques de contrepartie intrabancaire mais aurait des conséquences considérables pour les filiales luxembourgeoises qui devraient multiplier le nombre de leurs contreparties. Leur rôle d'attrait puis de redistribution des liquidités vers les autres entités de leur groupe, spécialité (liée à la petite taille du marché domestique) des filiales luxembourgeoises, serait remis en cause.

Afin de répondre aux faiblesses en matière de liquidité bancaire apparues lors de la crise financière, le Comité européen des contrôleurs bancaires (CEBS- BCBS) a établi des recommandations qui précisent les modalités à mettre en œuvre pour la prise en compte du risque de liquidité (BCBS, 2008). Selon ces principes, les établissements doivent maintenir des réserves adéquates de liquidité composées d'espèces et d'actifs disponibles et liquides afin de faire face à des situations de crise en matière de liquidités. Des tests d'endurance (stress tests) doivent être communiqués aux autorités de surveillance. Une des recommandations du CEBS est la coordination étroite des superviseurs de groupes bancaires transfrontaliers afin de mieux comprendre le profil des risques de liquidité au sein d'un groupe¹⁰.

En mai 2009, une circulaire de la CSSF¹¹ vise à transposer les recommandations du CEBS sur le risque de liquidité. La CSSF a cependant décidé dans sa circulaire de faire davantage qu'une simple coordination entre autorités de surveillance dans sa transposition. Il est prévu que pour les établissements financiers qui sont succursales ou filiales, la prise en compte des risques de liquidité au niveau du groupe ne suffit pas. La CSSF stipule que « Les établissements au Luxembourg doivent disposer de leur propre capacité à gérer les risques de liquidité locaux, à réaliser des tests d'endurance couvrant les risques de liquidité de l'établissement luxembourgeois et à gérer des situations de crise en matière de liquidités »¹². (point 14, p.10). De plus, la CSSF se réserve le droit de limiter des opérations intragroupe qui s'avèrent contrairement au principe d'une gestion saine et prudente des liquidités pour l'établissement au Luxembourg¹³. Cette application qui dépasse les simples recommandations du CEBS montre un renforcement du rôle de la réglementation et de la supervision au niveau de la place de Luxembourg. Elle est certes contraignante pour les institutions concernées (coût de constitution de coussins de liquidité, coûts de gestion du risque de liquidité) mais elle peut contribuer à accroître la bonne réputation de la place et donc son attractivité.

Très récemment, le CEBS vient de proposer deux ratios calibrés¹⁴ pour la mesure du risque de liquidité (BCBS, 2009) et qui permettront de guider la constitution de matelas de

¹⁰ BCBS 2008, *Recommendation 29 –The supervisors of cross-border groups should coordinate their work closely, in particular within the colleges of supervisors, in order to better understand groups' liquidity risk profiles and endeavour to avoid unnecessary duplication of requirements, notably through enhanced exchanges of information. When appropriate, they should actively consider the delegation of tasks relating to the supervision of branches' liquidity.*

¹¹ Circulaire CSSF 09/403, Saine gestion du risque de liquidité - Modification de la circulaire CSSF 07/301.

¹² La circulaire 09/403 complétant la circulaire CSSF 07/301 couvre contrairement à cette dernière les succursales « communautaires d'établissements de crédit », p.2.

¹³ Point 47 de la circulaire CSSF 07/301

¹⁴ Liquidity Coverage Ratio :
$$\frac{\text{Stock of high quality assets}}{\text{Net cash outflow over a 30 – day time period}} \geq 100\%$$

liquidité. Le ratio de court terme (à 30 jours) préconise un rapport du stock d'actifs liquides de haute qualité aux retraits nets d'argent liquide supérieur ou égal à 100 % ; la définition des actifs considérés comme liquides étant bien documentés. Le ratio de moyen terme est un rapport entre les fonds stables disponibles et les besoins de fonds stables sur une période d'une année. En principe, ces règles sont conçues pour être appliquées à l'ensemble de groupes bancaires sur une base consolidée, mais le CEBS incite les autorités à les mettre en œuvre pour chaque entité des groupes afin de ne pas créer de discrimination banques domestiques et membres de groupes internationaux. Pour la place bancaire luxembourgeoise, uniquement composée de filiales et de succursales, le choix d'une application individuelle de ces ratios de liquidité est une décision importante qui peut alourdir et renchérir la gestion de la liquidité bancaire mais en contrepartie donner une réputation de gestion scrupuleuse du risque de liquidité, favorable à l'attractivité des dépôts.

Encadré 2 : le sauvetage de la banque BGL-Fortis

En septembre 2008, les Etats luxembourgeois, belges et néerlandais ont dû intervenir massivement pour assurer le sauvetage du groupe Fortis dont fait partie sa filiale luxembourgeoise BGL-Fortis, le plus important établissement bancaire du Grand Duché.

La mise en péril du groupe vient principalement de difficultés de sa stratégie d'acquisitions dans le contexte de la crise financière internationale. En effet le groupe Fortis est né en 1990 d'un rapprochement de compagnies d'assurances belges (AG) et néerlandaises (Amev), suivi d'une politique d'acquisition ambitieuse. La Banque Générale du Luxembourg (BGL) est rentrée dans le groupe par offre publique d'échange de l'ensemble des actions en février 2000.

De mai à août 2007, Fortis s'est lancée avec RBS et Santander dans une offre publique d'achat sur ABN Amro. Face à une offre concurrente de Barclays, cette très grosse opération se conclut à 71,1 Mds d'euros et fut accueillie avec scepticisme par les analystes financiers. Fortis se trouve avec 24 Mds d'euros à déboursier pour cette acquisition et doit lancer une augmentation de capital en plein déclenchement de la crise des subprimes. L'action de Fortis va baisser fortement, les actionnaires anticipant une dilution de leur dividende par les masses des nouvelles actions, et les analystes considérant que le coût de l'acquisition de ABN Amro est trop élevé. Au printemps 2008, Fortis doit renforcer sa solvabilité et doit lancer une nouvelle augmentation de capital alors que la confiance des investisseurs s'effondre au point d'entraîner un mouvement de panique à la mi-septembre 2008.

Le 30 septembre, un plan de sauvetage est obtenu avec l'intervention des Etats belges, néerlandais et luxembourgeois, suivi d'une négociation pour une reprise par BNP Paribas. La Banque française a pris une participation de 75% dans Fortis valorisé à 11 Mds d'euros et l'Etat belge et luxembourgeois deviendront actionnaires de BNP Paribas.

En décembre 2008, la conversion de la quasi-totalité du prêt subordonné portant sur 2.5 Mia EUR consenti le 30 septembre 2008 par l'Etat luxembourgeois à la banque permet à l'Etat luxembourgeois de devenir actionnaire de la nouvelle à hauteur de 49.9%, les autres 50.1% sont détenus par l'Etat belge à travers Fortis Banque en Belgique.

En mai 2009, suite aux différentes opérations en France, en Belgique et au Luxembourg, le groupe BNP Paribas devient alors actionnaire majoritaire de BGL. Il contrôle désormais 66% du capital de la banque. L'Etat luxembourgeois, bien que sa participation dans BGL se réduise, reste un actionnaire significatif avec 34% du capital (33% dans la nouvelle BGL et de 1% dans BNP Paribas).

Encadré 3 : le sauvetage de la banque Dexia

La Banque Internationale à Luxembourg (BIL), Groupe Dexia, créée en 1856, est, avec la BCEE, la plus ancienne institution bancaire luxembourgeoise et a même obtenu le privilège d'émission de billets au cours de son histoire. En octobre 1996, le groupe Dexia est né par la prise de participation croisée

$$\text{Net Stable Funding ratio : } \frac{\text{Available amount of stable funding}}{\text{required amount of stable funding}} \geq 100\%$$

entre le Crédit Communal de Belgique et le Crédit local de France. Le groupe, qui détenait 61 % de la BIL, est actif dans le financement des collectivités locales, la banque commerciale et la banque privée, la gestion d'actifs et l'administration de fonds d'investissement. Ce sont ces dernières activités dans lesquels la BIL était spécialisée en particulier sur le plan international.

En avril 1999, le groupe Dexia annonce son Offre Publique d'Echange sur les titres de la BIL qui sont détenus par le public pour augmenter sa participation dans la BIL à 98,75% du capital.

Dans le contexte de la crise des subprimes, fin septembre 2008, Dexia va se trouver sous une pression comparable à celle de Fortis, en raison des difficultés de sa filiale américaine FSA, (Financial Security Assurance (FSA), un des rehausseurs de crédit américain à l'origine de la crise des subprimes) et d'un crédit de plusieurs milliards à la banque allemande en péril Depfa, mais également par ses relations d'affaires supposées avec Fortis. La défaillance de la banque découle en grande partie d'investissements dans des placements financiers risqués adossés à des crédits hypothécaires aux Etats-Unis. En 2008, le groupe a perdu 3.3 milliards d'euros par la chute du secteur immobilier américain.

Son cours de bourse, après avoir connu un pic au dessous de 20 euros les années précédentes, s'effondre, le 29 septembre à 6,62 euros.

A l'automne 2008, la Belgique, la France et le Luxembourg ont mis en place un plan de sauvetage de la banque Dexia à hauteur de 6.4 milliards d'euros, en réponse aux difficultés rencontrées par le groupe bancaire.

La chute de cette banque spécialisée dans le financement des collectivités locales faisait craindre un risque systémique pour la stabilité du système financier et a bénéficié d'une injection massive de fonds :

- . 3 milliards d'euros sont apportés par le gouvernement belge, les 3 régions (Flandre, Wallonie et Bruxelles) et les 3 holdings déjà actionnaires (holding communal, Arcofin et Ethias), et ce de façon équilibré ;

- . 3 milliards proviennent de l'Etat français (1 milliard) et de la Caisse des dépôts (2 milliards) ;

- . 376 millions sont apportés par le gouvernement luxembourgeois sous forme d'émission d'obligations convertibles.

En plus de cet apport de financement, une garantie d'État (effective à partir du 31 octobre 2008) portant sur les nouveaux financements levés auprès des contreparties institutionnels ou professionnels, plafonnée à 150 milliards €. La Belgique participe pour 60,5 % à la garantie, 36,5 % étant assuré par l'État français et 3 % par le Luxembourg. La garantie doit se terminer en novembre 2010.

Cette injection de fonds a été vérifiée par la Commission européenne, qui a ouvert une enquête approfondie afin « *de vérifier que les aides très importantes apportées à Dexia s'accompagnent de projets réalistes pour remédier aux problèmes qui ont conduit à la situation actuelle* ». La banque s'est engagée à réduire de 35% d'ici à 2014 la taille de son bilan par rapport à celui de 2008, à 430 milliards d'€ contre 650 milliards d'€, devra céder ses filiales italiennes et slovaque, mais aussi ses activités d'assurance en Turquie et de prêt aux collectivités locales en Espagne.

La surveillance des groupes bancaires internationaux

En matière de supervision de groupes bancaires européens, le principe de base demeure la souveraineté nationale. Les premières initiatives de coopération transfrontalière ont été organisées par le Comité de Bâle en 1975 et furent révisées à plusieurs reprises face aux difficultés rencontrées dans leur application (Herring 2007). Le cadre européen de surveillance bancaire actuel a été instauré plus formellement à la fin des années quatre-vingt à l'époque de la création du marché unique et des directives sur la libre circulation des capitaux (Lawson, Barnes and Sollie, 2009), p. 13-21). La deuxième directive (89/646/EEC), entrée en vigueur en 1993, introduit ainsi le « EU Banking passport » reposant sur une harmonisation minimale, une reconnaissance mutuelle et le principe de contrôle *home country* pour les succursales de groupes bancaires européens ayant un agrément dans un pays membre. Les filiales, quant à elles, restent entièrement soumises aux règles et à la surveillance nationale du pays d'accueil (*host country*)¹⁵. L'autorité de surveillance *host* a seulement compétence sur les succursales en ce qui concerne la mission de stabilité du secteur financier et l'assistance en cas de crise de liquidité.

Lancé en 2001, le processus dit « Lamfalussy » a abouti en 2004 à une procédure de coordination institutionnelle de la surveillance des groupes bancaires et d'assurance internationaux. Au premier niveau sont préparées les propositions de directives (Commission, Conseil européen et Parlement) ; au deuxième niveau, des comités techniques ont pour mission leur mise en œuvre ; au troisième niveau sont instaurés trois comités européens de superviseurs : CESR, CEBS et CEIOPS¹⁶ qui doivent assurer une coordination et des conseils aux autorités nationales de surveillance ; enfin au niveau quatre, la Commission européenne s'assure de la transposition des directives dans les législations nationales. Encore cantonnés à leur rôle de conseils et de diffusion des bonnes pratiques, les comités de niveau trois pourraient être perçus comme l'embryon d'une surveillance européenne. Dans ce sens, le conseil Ecofin de fin 2007 a demandé à la Commission de préparer une clarification et un renforcement du rôle des trois comités¹⁷.

La crise financière de 2007-2009, a fait apparaître les insuffisances et en particulier le morcellement de ce système de surveillance des groupes bancaires internationaux. La directive dite CRD sur les exigences de fonds propres (2006) compte un grand nombre d'options nationales (plus d'une centaine) et peut connaître une application très différente dans chaque pays. Malgré les efforts du Comité de Bâle, les autorités de surveillance n'ont pas la possibilité d'apprécier la solvabilité et la liquidité des groupes dans leur globalité. Le rapport Larosière (2009, p. 40) juge inefficaces les accords « embryonnaires » développés par les comités de niveau trois, et relève le manque de franchise, de confiance et de coopération entre les autorités de surveillances nationales.

Outre les insuffisances de surveillance transfrontalière, la crise actuelle a rendu plus prégnante la question de l'intervention en cas d'urgence. Et bien que chaque crise ait montré

¹⁵ Ce principe a été confirmé par la « Capital Requirement Directive » (CRD) de 2006, 2006/48/EC.

¹⁶ The Committee of European Securities Regulators (CESR), the Committee of European Banking Supervisors (CEBS), and the Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors (CEIOPS)

¹⁷ La commission a envisagé quatre options pour revoir le rôle des comités :

1. Simple remise à jour de leurs tâches
2. Accroître leur rôle en ajoutant des tâches de médiation, de reporting commun et de mise en place de systèmes d'alerte
3. Accroître leur rôle en déléguant certaines des responsabilités
4. Création d'une agence européenne de supervision ou de régulation européenne

le manque de coopération internationale envers les opérations de sauvetage bancaire¹⁸, peu d'avancées ont été réalisées en la matière (Herring 2007). L'article 129 de la CRD prévoit toutefois qu'en cas de crise, le superviseur du home country doit coordonner les opérations de sauvetage. Dans ce sens, à l'initiative du Financial Stability Forum, des collèges de superviseurs se mettent actuellement en place et réunissent les autorités nationales de surveillance concernées par les activités internationales d'un groupe bancaire. Une vingtaine de groupes bancaires européens sont maintenant chapeautés par un tel collège¹⁹. Pourtant, comme le reconnaît le rapport Turner (2009), les interventions de sauvetage en temps de crise restent essentiellement nationales. Parmi les exemples actuels, l'Etat allemand est venu soutenir Hypo Real Estate (HRE) même si les difficultés venaient de sa filiale irlandaise. Pour résumer la situation, le mot du gouverneur de la Banque d'Angleterre, Mervyn King, est rappelé dans le rapport Turner : « *Global banking institutions are global in life, but national in death* ».

Le problème de la surveillance et des interventions de sauvetage se pose de manière plus aigüe lorsque les groupes bancaires comportent des succursales dans plusieurs pays qui devraient dépendre directement des autorités de surveillance *home country*. Le cas de la faillite des banques islandaises (Landsbanki et Kaupthing) montre la vulnérabilité des déposants des succursales du groupe lorsque les autorités de la maison mère sont dans l'incapacité d'intervenir. Face à ce risque, des pays, comme la Nouvelle Zélande, exigent des groupes bancaires qu'ils organisent leur activité à travers des filiales plutôt que des succursales afin de garantir les moyens de contrôle par les autorités de surveillance locales. Une proposition du rapport Turner et également de Brunnermeier et al (2009) va dans le sens d'un renforcement des pouvoirs de surveillance des autorités locales envers les succursales. Cependant, comme le montre le cas Lehman Brothers et ceux des autres faillites bancaires, le statut de filiale est loin de préserver des effets dévastateurs de la faillite de la maison mère. L'intégration des marchés des capitaux est telle qu'il est très difficile de sauver une filiale indépendamment de la maison mère.

Les propositions récentes pour améliorer l'organisation entre *home et host country* de la surveillance des groupes bancaires sont multiples (parmi les plus récentes : Houben et al 2008, rapport Larosière 2009, rapport Turner 2009, Hertig et al 2009, Lawson et al. 2009) et vont dans le sens d'un renforcement de la surveillance bancaire au niveau européen avec une responsabilité particulière de l'autorité de surveillance de la maison mère. Les caractéristiques des architectures proposées diffèrent sensiblement selon le degré de concentration vers le niveau fédéral de cette régulation. L'option soutenue notamment par X. Vives (2001) et reprise dans le rapport Larosière vise à instaurer un système européen de superviseurs financiers (A European System of Financial Supervisors) sur le modèle du système européen de banques centrales avec une autorité fédérale (*European Financial Services Authority*) entourée des autorités nationales. Ce modèle peut bien sûr être décliné en différentes variantes selon des degrés de centralisation plus ou moins forts.

¹⁸ Lors de la faillite de Banque Ambrosiano (1982), les autorités italiennes avec un consortium de banques italiennes ont secouru les créiteurs de la Banque Ambrosiano. Mais la filiale d'Ambrosiano au Luxembourg a été considérée comme une holding non bancaire par les autorités luxembourgeoises et ses créanciers n'ont pas été inclus dans le plan de soutien. A partir de cet événement, le Comité de Bâle s'est attaché à renforcer la possibilité de surveillance des bilans consolidés de groupes bancaires. Cependant, dix ans plus tard, en 1991, l'effondrement de la BCCI (Banque de Crédit et de Commerce International) a montré que cette banque avait échappé à cette surveillance coordonnée. Cet exemple illustre le cas où ni les autorités *home* ni les autorités *host* ne veulent prendre le rôle de leader (Herring 2007).

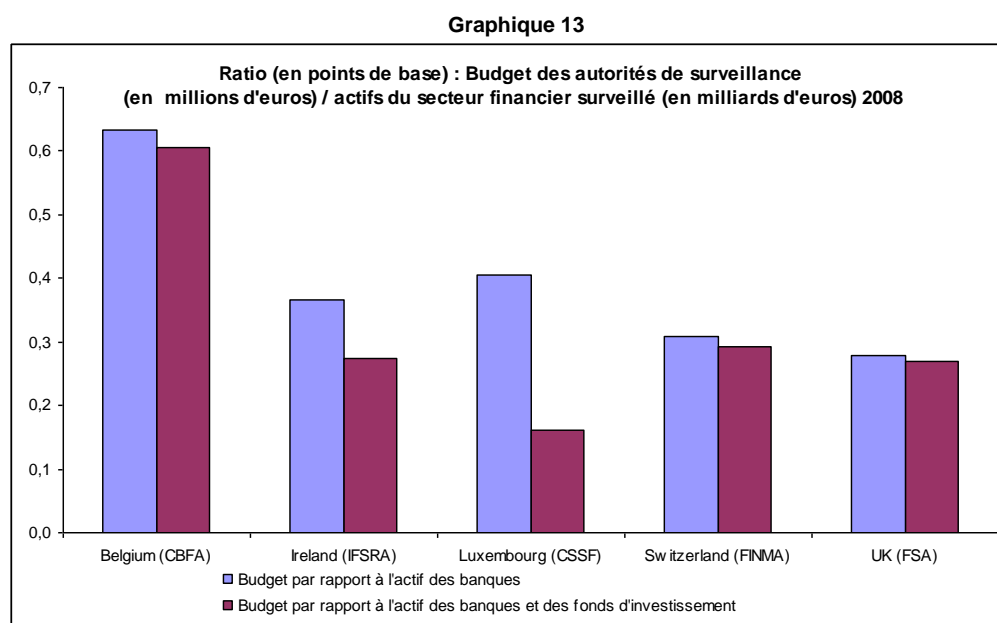
¹⁹ Les collèges de superviseurs de groupe bancaire n'est pas nouveau. Une dizaine de groupes bancaires, dont Fortis, Nordea, et Dexia fonctionnent avec un collège de superviseurs. Ce type de système se trouve en fait institutionnalisé par cette réforme.

Une alternative, plus décentralisée, à ce système consisterait à institutionnaliser collèges de superviseurs pour chaque groupe bancaire afin de construire un système d'agences. Dans ces collèges, le rôle de l'autorité de surveillance *home country*, de la maison mère, serait prépondérant et aurait le pouvoir de décision en l'absence de consensus (Houben et al. 2008). En cas de crise, ce collège se transformerait en équipe de gestion de crise et organiserait l'intervention de sauvetage sous la direction de l'autorité leader. En terme de faisabilité politique, un tel système présente notamment l'avantage sur le système plus centralisé de ne pas nécessiter de modification des traités européens.

Encadré 4 : Les moyens des autorités de surveillance

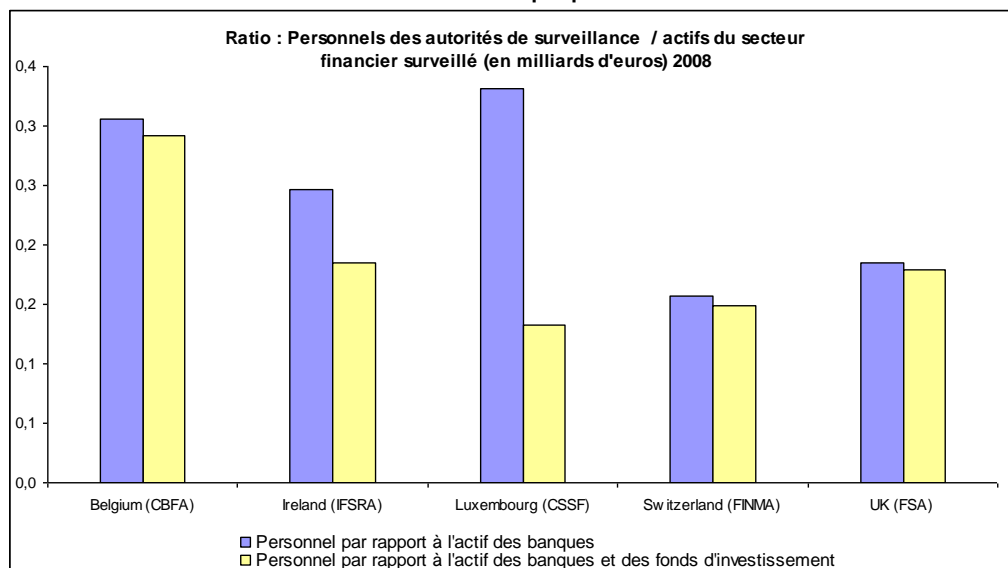
Comparé à quelques autres autorités de surveillance (belges, irlandaises, suisses et britanniques), les moyens de la Commission de surveillance du secteur financier (CSSF) du Luxembourg apparaissent plutôt élevés si le budget et les personnels sont rapportés aux actifs des banques. Par contre, si ces ressources sont prises relativement aux actifs des banques et des fonds d'investissement, ce qui donne une image plus fidèle des actifs sous surveillance, alors ce ratio est plus faible que dans les autres pays de l'échantillon (graphiques 13 et 14).

Cependant, la CSSF a vu ses moyens augmenter significativement. De 1995 à 2008, le nombre de personnel a été multiplié par 4 alors que sur la même période, les actifs des banques étaient multipliés par 2 et le nombre de fonds d'investissement par 2,5.



Source : Calculs sur données des Autorités de surveillance

Graphique 14



Source : Calculs sur données des Autorités de surveillance

L'impact des principes de surveillance « home et host » country du point de vue de la place bancaire luxembourgeoise

Face aux perspectives d'organisation fédérale de la surveillance bancaire européenne qui pourrait renforcer soit le niveau européen avec une autorité européenne de surveillance, soit le rôle leader du home supervisor, nous tentons d'évaluer les avantages et inconvénients de ces deux options, du point de vue de la place bancaire luxembourgeoise, composée quasi exclusivement de filiales et de succursales de groupes internationaux.

Première option : renforcement du niveau européen de la surveillance

Avantages

- La réforme vers plus de centralisation de la surveillance permettrait d'augmenter le niveau d'évaluation et maîtrise des risques au sein du groupe bancaire. Par sa participation au système européen de surveillance les autorités de la place bancaire de Luxembourg composées de filiales pourraient avoir une vue sur le groupe dans sa globalité. Cette participation à une surveillance d'ensemble est d'autant plus cruciale que les engagements et créances intra-bancaires sont importants. L'accroissement du degré de coopération dans la surveillance pourrait avoir (si la responsabilité des autorités locales n'est pas diluée par la coopération) pour effet d'augmenter la confiance des investisseurs à l'égard des places financières européennes en général. Le niveau de réputation de groupes bancaires présents au Luxembourg s'en trouverait renforcé et leurs filiales bénéficieraient de cette réputation.

- Une organisation fédérale préserverait les règles et l'esprit du marché unique des capitaux, ainsi que le principe de subsidiarité. Les externalités négatives créées par les relations intragroupes justifient une centralisation (au niveau fédéral) de la surveillance. Sinon, en période de crise, certaines autorités nationales pourraient être tentées de remettre en cause le principe du passeport bancaire européen au motif de protéger les intérêts des épargnants nationaux (Rapport Turner 2009 face aux succursales présentes au RU).

- Décharger les autorités de surveillance luxembourgeoises qui ont (graphiques 13 et 14) de faibles capacités par rapport à la taille des activités financières de la place. Néanmoins,

un allègement de la charge ou des responsabilités des autorités locales ne semble pas réaliste au vu des réformes qui s'annoncent. En effet, une prise en compte plus importante des risques systémiques par une approche macro-prudentielle de la supervision (préconisée par le G-20 en avril 2009) peut exiger, d'une part plus de contrôle bancaire et financier au niveau national et d'autre part, un engagement en ressources matérielles et humaines plus conséquent (Briault, 2009)²⁰.

Inconvénients et risques

- Le renforcement de la centralisation de la surveillance est susceptible d'engendrer une perte de souveraineté et une perte de la maîtrise du niveau de réputation de la place. La centralisation peut empêcher les forces concurrentielles conduisant à un « race to the top » en matière de qualité de la surveillance, de responsabilité et de garanties accordées par chaque autorité nationale. En effet, la concurrence entre des autorités de supervision appartenant à des juridictions différentes peut aboutir à un renforcement des règles domestiques dans le but d'augmenter la réputation locale, pour autant que la clientèle bancaire et financière soit en mesure de valoriser le gain en sécurité qui en résulterait. A ce propos, Van Cayseele et Heremans (1991) soutiennent que la réputation d'un pays résultant d'une réglementation rigoureuse et exigeante peut entraîner des gains (*spillovers*) qualitatifs au niveau des entreprises locales et donc un réel accroissement d'attractivité²¹. Il ne serait donc pas exclu qu'une réglementation plus contraignante et donc davantage coûteuse pour les institutions financières soit justifiée par un gain net induit par des tarifs (prix) plus élevés (Pieretti et al. 2007).

- Un système d'autorités de surveillance sur le modèle du système européen de banques centrales peut engendrer des coûts de coordination élevés (Hertig et al, 2009). Des problèmes d'efficacité de cette coordination européenne pourrait entraîner un écart croissant entre une surveillance formelle, fondée sur un lourd système de comités européens de coordination et la surveillance effective, réduite.

²⁰ Briault (2009) : *Moreover, macro-prudential oversight may lead to prudential supervision becoming more national in its focus and to supervisors becoming more concerned about the potential contribution of foreign branches and subsidiaries to risks to national financial stability (for example, through lending to specific sectors, aggressive funding activities, or the introduction of risky products to the local market). This shift may occur especially where foreign banks represent a large share of the domestic banking market. [...] These requirements will place extreme pressure on supervisory resources, which in most countries fall short of both the quantity and the quality needed. Supervisory agencies should therefore be seeking additional funding to recruit, train, and compensate supervisors accordingly. In many countries their ability to do so will depend on the adequacy of funding from the ministry of finance.*

²¹ Van Cayseele P., Heremans D. (1991) : *"[...] reputation for toughness can act as a marketing strategy. If depositors value safety, the origin of a bank might become important. This has been documented clearly in cars (made in Germany), cameras (made in Japan), and becomes a strategy followed by many NIC's (made in Taiwan). In general, it is known that a country's reputation can "spill over" to the company level, and that countries which have a "good" reputation, for example, regarding quality, provide a competitive edge for their companies."*

Seconde option : renforcement du rôle du *home* superviseur

Avantages

- En cas d'accroissement des responsabilités du *home* superviseur dans le cadre d'agences ou de collègues, comme dans la première option, la participation des autorités luxembourgeoises verraient leur vision de l'ensemble du groupe augmenter par rapport à la situation actuelle.

- Accroître le rôle de surveillance du *home* superviseur peut être une façon de le responsabiliser et être une condition exigée par les *host* autorités pour accueillir des filiales de groupes internationaux qui disposent d'un contrôle sérieux dans le pays de la maison -mère. Cet argument était déjà employé par A. Hirsch (1981) lorsqu'il justifiait la pertinence et la haute qualité d'une surveillance de l'ensemble du groupe à partir des maisons-mères suisses en réponse à des demandes américaines pour un contrôle accru sur les filiales d'origine suisses présentes aux Etats-Unis.

- Avec un pur principe « *host country* », la responsabilité des autorités de surveillance luxembourgeoises apparaît disproportionnée en raison de leurs faibles moyens par rapport aux bilans des établissements bancaires sur la place.

- Une solution possible au problème de la surveillance des groupes internationaux, et qui prévoit un rôle de leader pour un des pays, est expérimentée par le groupe nordique et baltique NORDEA. Ce groupe bancaire, ayant une importance systémique dans plusieurs pays, a décidé en 2004 de modifier sa structure afin d'opérer comme une seule banque, avec son siège en Suède et des succursales dans les autres pays (Finlande, Danemark, Norvège, Pologne, Estonie...). Il s'agit du premier groupe européen qui a choisi ce mode d'organisation conforme au nouveau statut de société européenne. Le cadre de surveillance apparaît plus simple. Chaque entité du groupe est contrôlée dans le pays *host* et le groupe dans son ensemble en Suède. Cette solution est viable et représente une approche qui va dans le sens d'une intensification de l'intégration des groupes européens et de l'harmonisation de leur surveillance (Mayes, 2006). Le fonctionnement d'une telle organisation est sans doute facilitée par l'homogénéité des règles des pays de cette région et n'est peut être pas reproductible aisément pour tous les groupes bancaires européens.

Inconvénients et risques

- Une application extrême du rôle dominant du *home* superviseur suppose que le pays d'origine de la maison mère ait le pouvoir et les moyens de gérer quasiment seul les problèmes susceptibles d'affecter l'ensemble du groupe surtout si celui-ci est de grande envergure (Mayes, 2009). Cela suppose une grande concentration de l'information financière autour de la maison mère. Cependant, en matière d'intervention, les expériences notamment islandaises et irlandaises lors de la crise financière de 2007-2009 peuvent susciter une certaine inquiétude.

- Un renforcement du rôle du *home supervisor* diminue la spécificité des filiales par rapport aux succursales. Or, pour leur implantation sur la place luxembourgeoise, les groupes bancaires choisissent principalement le statut de filiale. Même si elle est plus lourde et plus coûteuse à mettre en place, une filiale est préférée par les déposants en particulier en banque privée pour son caractère de banque luxembourgeoise, plus autonome par rapport au pays d'origine.

- Des activités risquées peuvent naître dans les filiales. L'identification du risque ainsi que la réaction face à sa concrétisation peut alors tarder si le contrôle est très centralisé au

niveau de la maison-mère. Il peut même être redouté que les activités plus risquées soient moins contrôlées dans les filiales plus éloignées de la maison mère qui seraient moins concernées. Toutefois, cette inquiétude ne se fonde pas sur des preuves empiriques tangibles.

- Le renforcement du rôle des autorités du pays home peut engendrer des problèmes d'asymétrie pour la surveillance mais surtout pour des interventions de sauvetage. Le cas particulièrement inquiétant serait celui où la maison mère est moins importante pour le pays d'origine que la filiale pour le pays d'accueil. Les autorités du pays d'origine sont alors moins incitées à intervenir que lorsque la banque revêt une importance systémique dans le pays d'origine également. Ce cas correspond à la cellule « c » dans une représentation matricielle inspirée par Herring (2008) :

| | Importance | Maison mère dans <i>home country</i> | |
|----------------------------------|----------------|---|--|
| | | Systémique | Non systémique |
| Filiale dans <i>host country</i> | Systémique | a) Haute priorité pour les deux | c) Haute priorité seulement pour host country |
| | Non systémique | b) Haute priorité seulement pour home country | d) Faible priorité pour les deux |

En Europe, avec le mouvement d'internationalisation récent en particulier vers l'Europe centrale et orientale et l'accroissement des fusions bancaires, les activités transfrontalières des banques ont augmenté²². Selon Houben et al 2008, les groupes bancaires européens qui ont des activités (actifs, emplois, revenus) extérieures à leur pays d'origine, pour une part majoritaire, sont un nombre assez limité en 2006 : quatre plutôt en direction de l'Europe (Fortis, KBC, Nordea, Unicredit) et sept de manière globale (ABN Amro, Barclays, BBVA, Deutsche Bank, HSBC, ING, Santander). Tous ces groupes gardent une activité importante (en moyenne 35%) dans le pays d'origine et ne semblent donc pas être concernés par le problème d'asymétrie. Ce problème risque de se poser davantage pour des banques de plus petite taille si le pays de la maison mère a une faible capacité d'intervention (cas Islandais ou Irlandais).

Pour Luxembourg, huit banques ont une part prépondérante sur la place selon le critère des dettes envers la clientèle (montant supérieur à 10 Mds d'euros en 2008). Mis à part une banque publique (BCCE), ces établissements sont toutes filiales de groupes européens d'importance systémique dans leur pays d'origine : BGL (Groupe Fortis avant la crise de 2008, groupe BNP Paribas après) ; Dexia ; UBS ; Société Générale, Deutsche Bank (en 2007), Banque de Luxembourg (Groupe CIC crédit mutuel), HVB (groupe Unicredit), ING.

²² Selon Houben et al (2008), "The average market share of European branches and subsidiaries in the EU increased by a third from 18 to 24 per cent between 2001 and 2006; and the average share of domestic banks in domestic EU banking markets was still more than two-thirds in 2006"

Enseignements

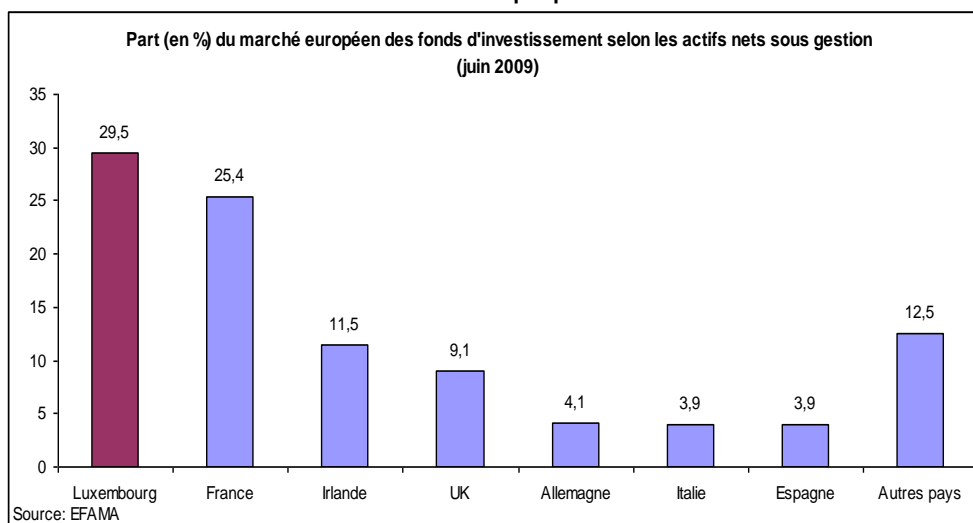
- *Le secteur bancaire luxembourgeois étant composé quasi uniquement de filiales et de succursales de groupe européens s'avère très concerné par les changements du cadre multinational de surveillance des groupes aussi bien par le volet « liquidité » que par les règles prudentielles.*
- *Les autorités de surveillance peuvent se préparer à s'insérer dans un système européen de contrôle des groupes bancaires internationaux même si son degré de décentralisation reste à définir. En tout cas, un renforcement du niveau fédéral de la surveillance des groupes européens ne saurait alléger la responsabilité des autorités nationales et donc leur charge en ressources budgétaires et humaines.*
- *Si les autorités luxembourgeoises réussissent à les faire apparaître clairement, les efforts en matière de qualité de la surveillance ne constitueront pas seulement un coût supplémentaire, mais peuvent représenter un facteur de réputation et d'attractivité pour la place.*

3. L'adaptation de l'industrie des fonds d'investissement

Le développement d'un important marché international des fonds d'investissement au Luxembourg vient de la transposition rapide des directives européennes, que l'on peut qualifier de *first mover advantage*, lorsque l'introduction d'une nouvelle législation a créé un avantage compétitif. C'est en 1983 que les autorités publiques luxembourgeoises ont introduit une nouvelle législation sur les fonds d'investissement correspondant au projet de directive européenne réglementant les fonds et leur distribution. En 1985, entre en vigueur la première directive « UCITS²³ 1 » réglementant au niveau européen un produit financier et lui conférant un « passeport européen ». Le législateur a rapidement transposé cette directive en droit national en 1988²⁴. Durant quelques années, le Luxembourg fut le seul pays de l'Union à offrir le passeport européen aux fonds d'investissement autorisés sur son territoire. Dès lors, de nombreux promoteurs originaires ou non de l'Union Européenne sont venus y domicilier leurs fonds afin de distribuer leurs parts sur le marché des autres Etats membres. Les fonds domiciliés au Luxembourg ayant obligation de déposer leurs actifs auprès d'une banque locale et d'avoir leur société de gestion sur place, de multiples opérateurs du secteur des fonds d'investissement se sont alors installés au Luxembourg : banques dépositaires, sociétés de gestion et d'administration de fonds... La Loi sur les fonds d'investissement de 2002 est venue remplacer celle de 1988, et ainsi le Luxembourg fut l'un des premiers Etats membres à transposer les recommandations de la Directive UCITS 3. Cette directive étend les produits bénéficiant du passeport européen à des fonds non-conventionnels utilisant des produits plus complexes.

En moins de deux décennies, le Luxembourg est devenu le second promoteur international de fonds d'investissement (29,5 % du marché européen en termes d'actifs sous gestion) derrière les Etats-Unis et juste devant la France. Ces deux pays s'appuyant majoritairement sur leur marché national, la place Luxembourgeoise, suivi par l'Irlande, est devenue leader mondial dans la domiciliation et distribution internationale de parts de fonds d'investissement. Les fonds domiciliés au Luxembourg représentent 75% du marché européen de la distribution transfrontalière de fonds (selon le nombre d'autorisations de distribution transfrontalière, fin 2008).

Graphique 15

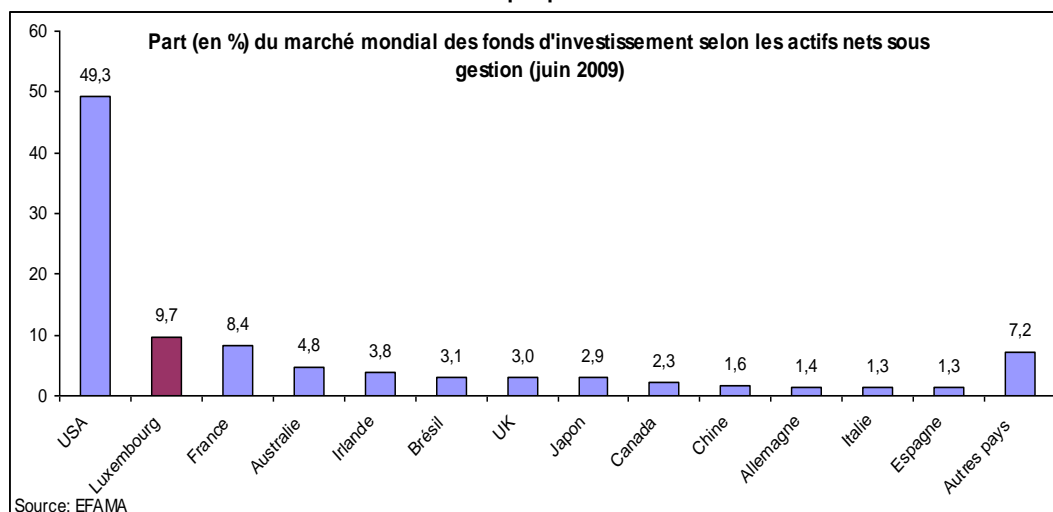


Source : EFAMA

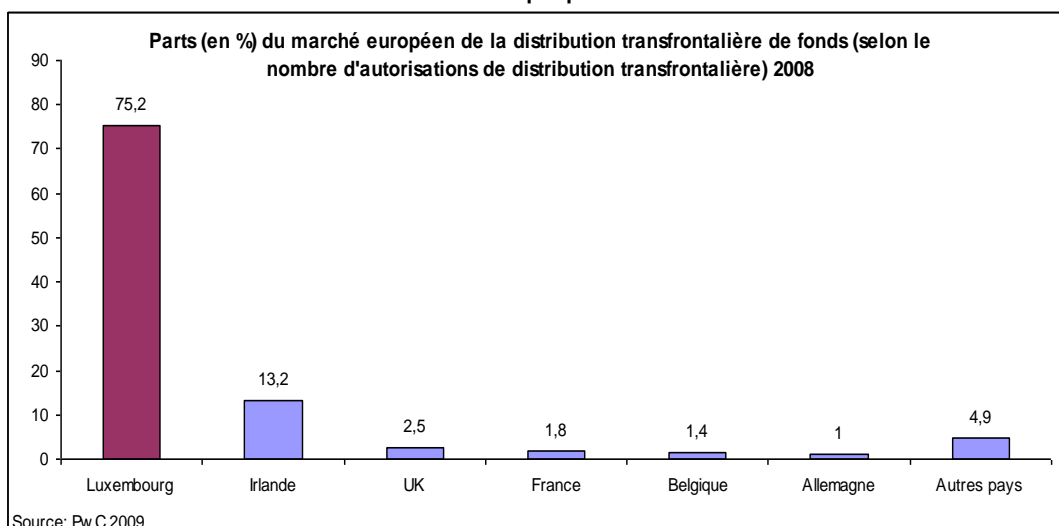
²³ “Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities”

²⁴ Loi du 30 mars 1988. Cette loi distingue les OPC de partie 1, les OPC bénéficiant du passeport européen, de ceux relevant de la partie 2, ne bénéficiant pas du passeport européen.

Graphique 16



Graphique 17



Par contre, la place luxembourgeoise n'est pas considérée comme un centre important en matière de gestion d'actifs (asset management). Selon l'enquête menée par ZEW (2006), le Luxembourg est le pays européen où l'asset management est le plus sous-traité : 78% contre une moyenne européenne de 55%.

Les enjeux de la nouvelle Directive UCITS IV :

Après le vote du Parlement européen le 13 janvier 2009 et approbation par le Conseil, la nouvelle Directive UCITS IV a été publiée au Journal Officiel de l'UE le 17 novembre 2009. Les Etats membres devront ensuite avoir transposé la directive dans leur législation nationale pour le 1^{er} juillet 2011. Cette directive est considérée comme aussi importante pour le secteur des fonds d'investissement que celle de 1985 (UCITS I) qui fut à l'origine de l'essor du secteur des fonds au Luxembourg. UCITS IV marque une étape importante vers la réalisation d'un marché unique de gestion et de distribution des fonds d'investissement. Six grandes mesures (voir encadré) renforcent la concurrence dans l'industrie des fonds et contribuent à la fluidité et la transparence du marché des fonds. Il s'agit en particulier de la mise en place d'un « passeport européen » pour les sociétés de gestion de fonds, de possibilités de concentrations transfrontalières, de création de fonds maîtres (master) avec des sous-fonds nourriciers (feeder) dans d'autres Etats, d'une meilleure information des investisseurs et de la simplification de l'enregistrement des fonds dans un autre Etat.

Encadré : La Directive UCITS IV

La Directive dite « UCITS IV » vient profondément modifier la première directive 85/611/EEC sur les fonds d'investissement. Elle introduit six apports fondamentaux :

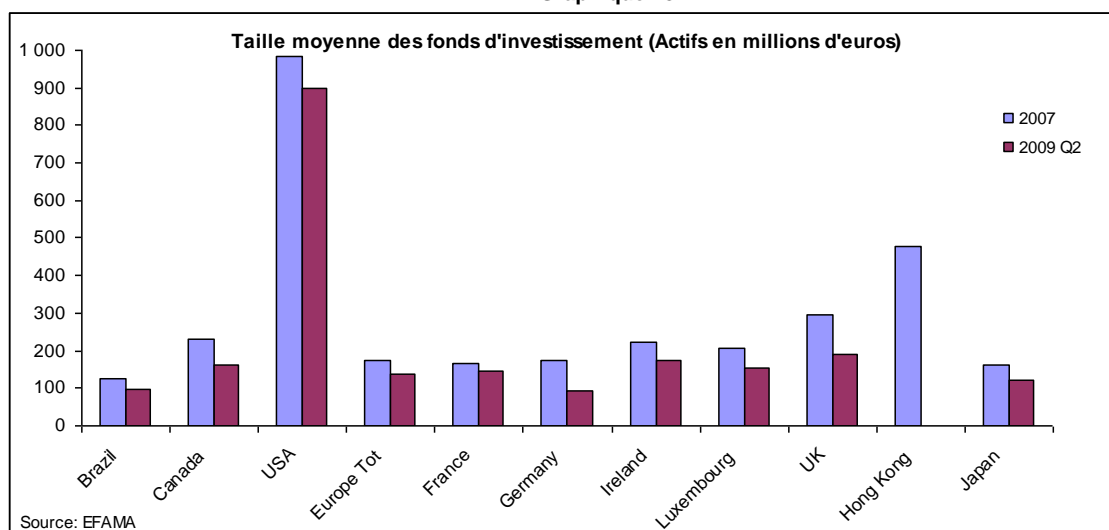
1. Un « passeport européen » pour les sociétés de gestion est mis en place. Les sociétés de gestion de fonds pourront exercer dans d'autres Etats membres les activités pour lesquelles elles ont une autorisation dans leur Etat d'origine. En d'autres termes, les fonds domiciliés dans un pays ne devront plus obligatoirement être suivis par une société de gestion sur place. Seule la présence de la banque dépositaire reste requise. Cette mesure ouvre le choix des localisations géographiques des services dans le secteur des fonds d'investissement.
2. La structure « maître-nourricier » (*master-feeder*) est autorisée à travers les pays de l'Union européenne. Les sous-fonds nourriciers pourront être adaptés à la demande de chaque clientèle et investir l'essentiel de ses actifs dans un fonds maître.
3. Un régime juridique harmonisé est instauré pour les fusions transfrontalières des fonds d'investissement et de leurs compartiments. Cette mesure devrait permettre la fusion de fonds de petite taille pour créer de grands fonds à distribution transfrontalière.
4. Un nouveau document d'information des investisseurs « Key investor information » vient remplacer l'actuel prospectus simplifié. Ce document devra expliquer de manière synthétique les objectifs d'investissement, l'historique des performances, les coûts supportés par l'investisseur, le profil du risque.
5. La procédure de notification par laquelle les parts de fonds peuvent être distribués dans un autre pays européen est simplifiée et accélérée. Le régulateur de l'Etat membre d'origine du fonds aura dix jours pour transmettre le dossier d'enregistrement au régulateur du pays d'accueil. Cette mesure améliore le fonctionnement du « passeport européen » des produits UCITS.
6. Une meilleure coopération transfrontalière entre les régulateurs européens est prévue.

Potentiel de rationalisation et de concentration de l'industrie des fonds

Malgré les directives UCITS I et UCITS III établissant un passeport européen pour les fonds d'investissement, le marché européen des fonds apparaît segmenté. Comme le souligne l'hebdomadaire *The Economist* (18th June 2009 p 75) alors que dans la plupart des secteurs, quelques géants dominent le marché et laissent les niches aux petites entités, ce n'est pas le cas pour les fonds d'investissement²⁵. La taille moyenne des fonds européens, tous types confondus (voir graphique 18) est plus de six fois inférieure à celle des fonds américains. Parmi les obstacles à une plus grande intégration du marché européen, les plus importants concernent : les délais dans les procédures d'enregistrement des fonds dans un autre pays, des pratiques fiscales discriminantes, des particularités réglementaires nationales, les caractéristiques des canaux de distribution existants (Heinemann, 2002).

Des économies d'échelle dans l'industrie des fonds sont très attendues. Quelques travaux économétriques (Latzko, 1999, Ang and Wuh Lin, 2001) parviennent à les mettre en évidence séparément des économies d'envergure (*scope economies*). Les études de cabinets de consultants (CRA, 2006, Lipper-Fitzrovia 2006) détaillent les coûts dans la chaîne de production des fonds en analysant les commissions de gestion d'actif, d'administration, de transfert, de garde des titres, d'audit, de distribution.... En général, les frais mesurés par le *total expense ratio* et exprimés en pourcentage de la valeur des actifs sous gestion apparaissent décroissants avec la taille des fonds, surtout pour les fonds de petite taille, inférieurs à 20 millions d'euros. De plus, des fournisseurs de services aux fonds suggèrent que les coûts moyens en matière de comptabilité d'un grand fonds (plus de 250 millions d'euros) représenteraient seulement 25% de ceux d'un fonds de taille moyenne (70 millions d'euros), tandis que pour un petit fonds (moins de 10 millions d'euros) ces mêmes frais seraient 20 fois supérieurs (CRA 2006, p. 46). Il convient cependant d'observer une certaine prudence dans l'interprétation des frais relativement élevés sur les petits fonds car ils peuvent être justifiés par une performance plus forte (Chen et al 2004).

Graphique 18



²⁵ Même avec la fusion BlackRock et Barclays Global Investors, ce groupe, le plus grand mondial en matière de gestion d'actifs, ne représentera que 3-5% du marché européen.

Hautement spécialisé dans les fonds destinés à une distribution transfrontalière européenne, le secteur luxembourgeois des fonds d'investissement peut être pleinement concerné par une rationalisation et une concentration lors de la mise en place des mesures UCITS IV qui facilitent la procédure de fusion transfrontalière des fonds d'investissement. La baisse des revenus issus de la gestion de fonds lors de la crise financière 2007-2009 est un facteur supplémentaire de rationalisation.

De plus, la Directive UCITS IV prévoit la création de structure de fonds « maîtres-nourriciers » transfrontaliers (master-feeder). Le fonds « feeder » est en général domicilié dans le pays de l'investisseur pour mieux cibler les caractéristiques culturelles ou fiscales locales, et investit l'essentiel de ses actifs dans le fonds « master » qui peut centraliser sa gestion et son administration. La place luxembourgeoise, qui détient 75 % du marché des fonds transfrontaliers européens (PWC 2009) apparaît en situation favorable en termes de structures et de compétences pour être choisie comme lieu de domiciliation des fonds « master ».

Le volet fiscal des structures « master-feeder » n'est pas clairement établi et apparaît être un élément crucial dans la stratégie des gestionnaires de fonds (KPMG-RBC Dexia, 2009). En matière de coûts, ces nouvelles structures fusionnées peuvent ou non dupliquer certaines fonctions d'administration. Sans cette structure, le simple passeport européen des fonds UCITS permet déjà une distribution sur le marché européen, mais avec des frais qui ont tendance à croître sensiblement avec le nombre d'enregistrements dans différents pays (Lipper-Fitzrovia, 2006).

Enjeux du « Passeport européen » pour la localisation des activités de gestion, d'administration et de distribution de fonds

La stratégie de localisation des sociétés de gestion et de leurs principaux prestataires de services est directement influencée par l'instauration du passeport européen mais également par les nouvelles règles renforçant la transparence et la protection des investisseurs. La reconnaissance d'un passeport européen est assortie de dispositions d'information des investisseurs du type des directives MiFid (2004/39/CE et 2006/73/CE) qui s'appliquent aux banques depuis 2007. Ainsi, les exigences en matière de contrôle interne, d'information aux investisseurs et de transparence sur les frais perçus par les sociétés de gestion sont renforcées. De surcroît, la conformité avec ces règles ne sera pas seulement exigée dans le cadre de l'utilisation du passeport, mais également pour toutes les activités domestiques. Les exigences d'information et de protection des investisseurs vont augmenter sensiblement les coûts d'entrée dans la gestion de fonds. Cela devrait favoriser une centralisation de ces fonctions par l'utilisation du passeport des sociétés de gestion pour ne pas dupliquer les efforts en moyens humains et techniques pour se conformer aux nouvelles règles.

Le Luxembourg, ainsi que d'autres pays européens, imposent déjà que les sociétés de gestion domiciliées dans leur pays soient soumises à MiFid ou à des dispositions comparables.²⁶ Les efforts d'adaptation aux nouvelles règles de protection des investisseurs ainsi que sa spécialisation dans la gestion et la distribution de fonds UCITS donne un avantage certain à la place luxembourgeoise.

La stratégie d'externalisation des activités par les sociétés de gestion peut également être modifiée par la directive UCITS IV. Pour les sociétés qui ont adopté une importante « délégation » de leurs activités à des prestataires de services, ces contraintes de publications

²⁶ Luxembourg : Loi du 13 juillet 2007.

des commissions perçues et les rétrocessions peuvent changer certaines habitudes et surtout représenter une charge importante susceptible de remettre en cause la multiplication des prestataires et intermédiaires. Le tableau 2 (source ZEW 2006) indique une comparaison internationale des fonctions administratives externalisées en termes de montant d'actifs.

Tableau 2 : Part (en %) des fonctions d'administration sous-traitées (2005)

| | Cas où l'asset management est dans une institution financière | Cas où l'asset management <u>n'est pas</u> dans une institution financière |
|-------------|---|--|
| Austria | 5.3% | 55.9% |
| Belgium | 2.7% | 70.7% |
| Denmark | 2.4% | 6.0% |
| France | 14.6% | 31.4% |
| Germany | 8.3% | 15.5% |
| Italy | 12.9% | 20.4% |
| Ireland | 93.0% | 84.8% |
| Luxembourg | 22.9% | 23.5% |
| Netherlands | 36.4% | 1.6% |
| Spain | 0.5% | 5.3% |
| Sweden | 0.1% | 15.0% |
| UK | 42.0% | 44.8% |
| Mean | 16.7% | 31.2% |

Source : SEW 2006, p. 13

Dans le cas du choix d'une stratégie plus centralisée, une enquête de KPMG et RBC Dexia (2009) sur les critères de localisation fait apparaître par ordre d'importance :

1. le régime fiscal (TVA et imposition des commissions de gestion, contrôle des prix de transferts au sein des groupes transfrontaliers) ;
2. le cadre réglementaire et en particulier la réputation de la surveillance
3. l'existence de firmes disposant de l'expérience de gestion des fonds UCITS
4. le rapprochement avec le siège de la maison mère
5. présence de personnel qualifié et expérimenté

Ces critères font apparaître les atouts dont disposent le Luxembourg et l'Irlande suivis par les centres d'implantations des maisons mères des groupes européens.

Bien qu'elles ne soient pas traitées clairement dans la directive UCITS IV, les activités d'administration et de distribution peuvent être influencées par le mouvement de restructuration du secteur des fonds d'investissement. A cette occasion, les groupes internationaux de gestion d'actifs vont sans doute réviser l'ensemble de leurs relations avec les prestataires de services. Dans l'éventualité d'une concentration des fonds, on attend une plus grande automatisation et une standardisation des processus d'administration. Une pression peut également s'exercer sur les prix des prestations.

Pour le secteur luxembourgeois des fonds d'investissement, les aspects administratifs liés à la gestion de fonds sont très importants en termes d'activité mais le soutien et l'organisation de la distribution transfrontalière apparaît de plus en plus stratégique. Les agents de transfert jouent ainsi un rôle important pour permettre la distribution de produits vers de nouveaux marchés. Les observateurs notent qu'un atout essentiel pour Luxembourg vient de ses réseaux

de distribution de produits UCITS. L'Irlande est aussi spécialisée dans la gestion et la distribution internationale de fonds, mais moins dans les fonds avec passeport européen UCITS. Dans les réseaux de distribution, qui reposent majoritairement en Europe sur les réseaux bancaires, l'origine luxembourgeoise est reconnue comme spécialiste des produits « UCITS ». Cette réputation s'exerce également lorsque les fonds UCITS sont vendus hors de l'Union européenne, à Hong Kong, Taïwan ou au Moyen Orient. Sur ces marchés dominés par les fonds luxembourgeois, les régulateurs des pays tiers se fondent sur la surveillance exercée par les autorités luxembourgeoises.

Avec cette nouvelle étape d'intensification de l'intégration du marché européen des fonds et de concentration du secteur, les efforts portés pour exploiter et renforcer les réseaux de distribution apparaissent cruciaux pour les acteurs luxembourgeois.

Rôle des banques dépositaires

Les banques dépositaires, dont le rôle est de « garder » les titres des fonds d'investissement et de contrôler l'application des règles du fonds, ne sont pas concernées par un passeport européen dans le cadre de la directive UCITS IV. Elles doivent encore être établies dans l'Etat d'inscription du fonds d'investissement et constituent ainsi une activité importante et complémentaire à l'administration de fonds pour le secteur financier luxembourgeois. Une prochaine étape de l'intégration du marché européen pourrait éventuellement toucher les dépositaires. Mais avant cette éventuelle réforme, les récentes affaires Madoff et Lehman Brothers ont fait apparaître des imprécisions dans la législation sur la responsabilité des dépositaires des titres des fonds. Cette question se pose pleinement pour la législation luxembourgeoise (Bon et Vilret-Huot 2009, Riassetto 2009). En effet, la transposition dans la loi luxembourgeoise de 2002 de la première directive UCITS prévoit bien que le dépositaire est chargé de la garde des actifs et d'une mission de contrôle de certaines opérations effectuées par le fonds. Mais toujours en droit luxembourgeois, le contrat de dépôt suppose que le dépositaire doit conserver les titres, les surveiller et même les restituer à la demande du déposant. Or le respect de ces obligations risque d'être compromis, en particulier en matière de surveillance, dans le cas très fréquent, où les avoirs circulent parmi des sous-dépositaires (Riassetto 2009).

Par ailleurs, les directives ont toujours prévu une séparation « organique » entre les fonctions de gestion de fonds et celle de banque dépositaire (garde et contrôle du fonctionnement du fonds) afin d'éviter des conflits d'intérêt. Certains Etats appliquent cette règle de manière scrupuleuse en interdisant tout lien capitalistique entre gérant et dépositaire. Si le Luxembourg allait dans ce sens, cela permettrait d'éviter des affaires « à la Madoff » dans lesquelles l'appartenance du gérant et du dépositaire à un même groupe bancaire réduit le contrôle externe dévolu au dépositaire (Bon et Vilret-Huot 2009).

La clarification juridique des responsabilités des banques dépositaires et une plus grande séparation des fonctions sont certes susceptibles d'alourdir la tâche des promoteurs de fonds. Mais ce sont des facteurs d'amélioration de la protection des investisseurs pouvant jouer un rôle essentiel pour la réputation de l'industrie luxembourgeoise des fonds d'investissement.

Un défi pour le secteur luxembourgeois des fonds d'investissement : le développement des fonds alternatifs ou spécialisés

A la suite des recommandations du G20 et du Forum pour la stabilité financière, la Commission européenne a préparé, en avril 2009, un projet de directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs²⁷ qui devrait s'appliquer en 2012. Ce texte concerne les *hedge funds* et fonds de capital-investissement, les fonds immobiliers, les fonds de matières premières, les fonds d'infrastructures et d'autres types de fonds institutionnels... fonds accessibles aux investisseurs professionnels ou institutionnels. Même s'ils ne sont pas directement la source de la crise financière, on peut considérer que les *hedge funds* ont contribué à l'inflation du prix des actifs et à la croissance rapide des marchés de crédits structurés. La liquidation soudaine de positions importantes avec effet de levier a eu un effet procyclique. De plus les fonds de *hedge funds* ont connu de graves problèmes de liquidité. Les fonds de capital-investissement ont simplement subi des difficultés liées à la disponibilité du crédit et aux problèmes financiers de leurs sociétés en portefeuille. La proposition de directive vise à créer un cadre réglementaire cohérent à l'échelle de l'Union européenne pour contrôler les risques que prennent les gestionnaires pour leurs investisseurs et leurs contreparties. Moyennant le respect de règles strictes en matière de fonds propres, de gestion de risque de liquidité, de délégation de fonctions, les gestionnaires de fonds alternatifs pourront commercialiser leurs fonds dans l'ensemble des pays membres. Contrairement à la première directive UCITS, ce texte vise à réglementer les gestionnaires plutôt que les produits eux-mêmes.

Le secteur luxembourgeois des fonds d'investissement est pleinement concerné par ce nouveau cadre. Rappelons que c'est la réaction rapide à un projet de passeport européen (UCITS 1) qui est à l'origine de l'essor de l'industrie des fonds à Luxembourg. Par contre, comme ce n'est pas le fonds qui est réglementé, mais le gestionnaire, il sera moins facile pour les acteurs luxembourgeois de bénéficier de la création d'une marque européenne (UCITS) reconnue même en dehors de l'Union.

La possibilité de commercialisation au sein du marché intérieur pourrait à terme être étendue à des Etats ayant signé avec un Etat membre de l'UE un accord permettant l'échange d'informations sur le modèle de l'article 26 de la convention OCDE. Cette disposition est controversée²⁸ sachant qu'une grande partie des fonds alternatifs sont domiciliés dans les centres offshore, car elle pourrait nuire à la création d'un label européen de sécurité et de qualité pour les fonds alternatifs européens.

L'industrie luxembourgeoise des fonds dispose cependant d'avantages certains car depuis quelques années, elle a été dotée de plusieurs instruments permettant un développement des fonds alternatifs. A partir de 2004, le Luxembourg tente de se positionner sur le marché des fonds de capital risque jusque là majoritairement détenu par Londres, en créant la *Société d'Investissement en Capital à Risque (SICAR)*. Cette structure qui fonctionne comme un fonds d'investissement sans restriction quant à son portefeuille ou à sa politique d'investissement permet de réaliser des investissements de *private equity*. Les fonds de *private equity* existant jusqu'alors avaient le désavantage de ne pas être réglementés.

²⁷ Proposition de Directive du Parlement européen et du Conseil sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2004/39/CE et 2009/.../CE.

²⁸ Kremer A. Gestion alternative dans l'UE. La grande controverse, d'Land, n°20, 15 mai 2009, p.15.

En 2007, les autorités luxembourgeoises ont créé un cadre législatif pour les Fonds d'Investissement Spécialisés (FIS-SIF)²⁹ qui font justement l'objet de la future directive européenne sur la gestion des fonds alternatifs. Destinés à la clientèle professionnelle, ces fonds sont moins contraints que les fonds de type UCITS mais bénéficient d'une véritable réglementation et peuvent à ce titre être incorporés dans les fonds standards. De plus les formes légales sont multiples et permettent des avantages fiscaux. Le succès est avéré car depuis 2007, dans le contexte de la crise financière, 688 fonds FIS ont été créés (données mi-2009). Il s'agit principalement de : fonds à compartiments multiples qui disposent d'un compartiment *private equity* ; de fonds thématiques (environnement, immobiliers, technologies) et de *hedge funds* qui tentent de toucher une clientèle plus large en n'étant pas domiciliés dans un centre offshore comme les îles Caïman.

Le cadre FIS incite les opérateurs de l'industrie des fonds à adapter leur procédures, à constituer des pôles de compétences dans le domaine de la gestion alternative. Divers prestataires de services sont concernés car en général les gestionnaires font largement appel à des experts extérieurs pour l'évaluation d'actifs dans des secteurs pointus.

Il est opportun que les spécialistes gérant des FIS se distinguent par la transparence de leur organisation et une gouvernance scrupuleuse afin d'être adaptés aux règles qui vont se mettre en place avec la nouvelle directive sur les gestionnaires de fonds alternatifs.

Cette directive peut offrir une occasion de développement à ce secteur étant donné que jusqu'à son application, les FIS ne peuvent être distribués en dehors des frontières du pays d'origine qu'au travers des régimes de placement nationaux propres à chacun des pays d'accueil.

Par ailleurs, la concentration sur la place luxembourgeoise de compétences dans l'administration et la distribution de fonds peut permettre l'essor de nouveaux créneaux de fonds spécialisés, vus au départ comme de simples niches. C'est le cas des fonds d'investissement islamiques, des fonds éthiques ou socialement responsables.

Sur le marché européen, le Luxembourg a été la première place européenne à accueillir des produits respectant les principes de la Charia, et leur développement est encouragé par les autorités publiques. L'administration fiscale vient en janvier 2010 de préciser le régime fiscal des principaux contrats utilisés en finance islamique³⁰, et la banque centrale de Luxembourg est le seul établissement européen membre de l'Islamic Financial Services Board, régulateur des marchés financiers islamiques. Actuellement, la finance islamique connaît une croissance considérable sur de nombreux centres financiers internationaux et cette épargne est évaluée à plusieurs centaines de milliards de dollars³¹. En 2009, une trentaine de fonds conformes aux principes islamiques sont présents à Luxembourg. A l'origine, ces fonds se concentraient principalement sur l'immobilier mais ont tendance à diversifier leur orientation vers le *private equity*. Récemment, la Bank of London and Middle East (BLME) a lancé le premier fonds monétaire européen conforme à la Charia et a choisi la structure luxembourgeoise des Fonds d'Investissement Spécialisés pour créer ce fonds de 50 millions d'euros³². La société luxembourgeoise EFA est chargée de l'administration du fonds et la BCEE (Banque et Caisse d'Épargne de l'État) est la banque dépositaire.

²⁹ La loi de février 2007 sur les « fonds d'investissement spécialisés » remplace la loi du 19 juillet 1991 concernant les OPC institutionnels

³⁰ Zimmer C. et Theisen M. Premières mesures fiscales en faveur de la finance islamique en Luxembourg. Un nouveau pas en avant, *Luxemburger Wort*, 21 janvier 2010. Circulaire du directeur des contributions 2.6, n°55, 12 janvier 2010.

³¹ Zlitni M. La finance islamique sous le feu des projecteurs, *Mensuel d'AGEFI Luxembourg*, mai 2009.

³² *Le mensuel d'AGEFI Luxembourg*, octobre 2009.

Enseignements:

- *Les efforts engagés pour adapter le secteur luxembourgeois des fonds d'investissement à la nouvelle directive UCITS IV doivent être poursuivis.*
- *Devant la perspective d'une concentration pour réaliser des économies d'échelle dans la gestion et l'administration de fonds, les efforts en matière de formation professionnelle dans le domaine de l'administration des fonds sont à intensifier.*
- *Le cadre réglementaire et en particulier le sérieux de la surveillance apparaît de plus en plus comme une variable stratégique de protection des investisseurs et ainsi d'attractivité des fonds luxembourgeois. Des marges d'amélioration existent au Luxembourg en matière d'information des investisseurs, de clarification du rôle des banques dépositaires et surtout de leur réelle séparation des gestionnaires de fonds.*
- *La proposition de directive sur la gestion alternative des fonds représente une opportunité de développement du secteur. En s'appuyant sur l'expérience en matière de produits « Fonds d'investissement spéciaux », les gestionnaires et administrateurs peuvent se distinguer par la transparence de leur organisation et une gouvernance scrupuleuse afin d'être adaptés aux règles qui vont se mettre en place avec la nouvelle directive.*
- *Le pôle de compétences dans le secteur des fonds peut certainement permettre une diversification vers des fonds spécialisés par exemple dans la gestion éthique à condition que l'accent soit mis sur les facteurs renforçant la réputation du secteur luxembourgeois des fonds d'investissement.*

4. Les avantages luxembourgeois en gestion de patrimoine et en ingénierie financière sous pression

La gestion de patrimoine et les activités d'ingénierie financière s'est développée fortement au Luxembourg à partir du début des années 80 en raison du haut niveau de confidentialité de la place à une époque où les pays voisins ont instauré des politiques fiscales contraignantes. De manière complémentaire, la place luxembourgeoise s'est positionnée sur le créneau des services d'ingénierie financière. Le législateur ayant permis la constitution de nombreux types de sociétés spéciales pour les montages financiers, Luxembourg est devenu l'un des lieux d'implantation favoris de sociétés financières. Lancée au début des années 90, la pression sur les centres financiers à fort secret bancaire a connu une de ses premières concrétisations en 2005 avec la directive européenne sur la fiscalité de l'épargne et s'est intensifiée particulièrement lors de la crise financière 2007-2009. Le secteur luxembourgeois de la gestion de patrimoine, qui emploie directement entre 6000 et 7000 personnes, se trouve face à un défi historique d'adaptation.

Avantages compétitifs traditionnels de la place luxembourgeoise

La présence d'un secret bancaire bien établi (article 458 du Code Pénal) assortie de l'absence d'imposition des revenus d'épargne des non résidents ainsi qu'une conception stricte de la fraude fiscale³³ sont considérés comme un ensemble réglementaire très favorable au développement des activités de gestion de patrimoine. Les professionnels de ce secteur ajoutent en général que la confidentialité est recherchée par leurs clients pour les raisons non fiscales de préservation de la sphère privée vis-à-vis de tiers notamment lors de problèmes liés aux transmissions de patrimoine. Dans une première phase, les placements consistaient en de simples obligations au porteur largement destinées à une clientèle régionale. Puis, les institutions bancaires ont développé des produits de plus en plus sophistiqués permettant d'élargir leur clientèle. Les professionnels de la gestion individualisée s'orientent vers des formules de produits considérés comme « haut de gamme » en matière de gestion de fortune : le *family office* et le *wealth management*³⁴. Inspiré de l'expérience suisse, le *family office* est une formule de gestion privée de patrimoine intégrant une optique d'optimisation fiscale dans laquelle le banquier offre une large palette de services à ses clients fortunés, généralement les membres d'une même famille. En l'absence de données officielles sur l'activité de private banking, des cabinets de consultants³⁵ évaluent la part de marché mondial de la gestion de patrimoine du Luxembourg à 15 %, en troisième position derrière la Suisse et les îles Caraïbes et devant les îles anglo-normandes.

L'ingénierie financière consistant à réaliser des montages financiers sophistiqués à l'aide de sociétés d'investissement est en partie utilisée pour la gestion patrimoniale à des fins d'optimisation fiscale. Deux formes de sociétés dont la vocation est de détenir des participations financières existent au Luxembourg. La *Société de gestion de Patrimoine*

³³ Le principe « double incrimination » renforce la protection des déposants. En effet, selon ce principe, pour que l'entraide puisse être fournie au pays requérant, il doit être établi que l'acte faisant l'objet de l'enquête constituerait une infraction pénale selon la loi du pays requis s'il se produisait dans ce pays. En matière fiscale, le Luxembourg et la Suisse sont identifiés (OCDE, 2003) comme des pays dans lesquels une définition restrictive de la fraude fiscale combinée à l'application du principe de la « double incrimination » limite sensiblement la possibilité d'échanger des renseignements dans les affaires fiscales ayant un caractère pénal avec la grande majorité des pays de l'OCDE.

³⁴ Le *wealth management* est une pratique très proche du *family office*, mais le service ne s'adresse qu'à une personne individuelle.

³⁵ Boston Consulting Group

Familial (SPF) est venue remplacer en 2007 la *Holding 29*, très utilisée dans la gestion de patrimoine, mais dont le régime fiscal, pouvant être assimilé à des aides d'Etat illégales, a été déclaré non-conforme par la Commission Européenne en 2006. Comme la *Holding 29*, la *SPF* est un véhicule d'accueil de capitaux étrangers bénéficiant d'un régime fiscal favorable³⁶ avec pour contrepartie un champ d'activités limité à la prise de participations dans d'autres sociétés, mais réservée aux personnes physiques. Cette adaptation de la loi a permis à la place luxembourgeoise de continuer à utiliser des sociétés financières holding pour l'attrait de l'épargne individuelle.

Le statut de SOPARFI (Société de Participations Financières) avait été créé en 1990 afin de disposer d'un véhicule permettant de détenir des participations financières dans des sociétés/filiales étrangères et rapatrier vers le Luxembourg, lieu d'implantation de la *holding*, les revenus de ces participations en vue de le redistribuer aux actionnaires, tout en limitant au maximum le prélèvement fiscal. Etant une société pleinement imposable, elle a l'avantage de bénéficier des conventions préventives à la double imposition et de la directive mère-fille à condition qu'elle limite son activité à la détention et la cession de participations. Ce régime fiscal commun entre la maison mère et sa filiale a pour implication que les dividendes distribués par une société résidente ou non sont exonérés au Luxembourg, lieu d'implantation de la maison mère (la SOPARFI). Aucune retenue à la source n'étant applicable sur les revenus distribués par la SOPARFI, cette structure est largement utilisée comme stratégie d'optimisation fiscale pour les groupes internationaux ou en gestion de patrimoine. De plus, les actions représentant le capital d'une SOPARFI sont nominatives ou au porteur. Malgré les montants considérables, plusieurs centaines de millions d'euros, qu'elles peuvent gérer, les SOPARFI, comme les SPF, ne sont pas soumises aux mêmes exigences de contrôle légal des comptes que les sociétés normales³⁷.

Fin 2008, la place de Luxembourg domiciliait 76 000 *Special Purpose Entities* (SPE), dont 50 000 SOPARFI, le reste étant composé des anciennes *Holding 29* et de leurs remplaçantes SPF (source : STATEC). Les flux transitant à travers ces entités financières spécialisées peuvent selon les années dépasser 100 milliards d'euros.

³⁶ Absence d'impôt sur les dividendes versés aux non-résidents, absence d'impôt commercial communal, et d'impôts sur la fortune, taxe d'abonnement annuelle de 0.25 %. En contrepartie de ce régime fiscal privilégié, les SPF sont exclues du champ d'application des conventions fiscales préventives à la double imposition et ne peuvent bénéficier du régime fiscal commun entre les sociétés mères et leurs filiales résidant dans l'Union Européenne.

³⁷ Pour combler cette lacune, l'Institut des Réviseurs d'entreprises a demandé une réglementation plus stricte du contrôle légal des comptes des SOPARFI et SPF, voir V. Poujol, « L'obsession de l'image », *d' Lëtzebuurger Land*, 25 septembre 2009.

Une pression internationale renforcée par la crise

Depuis le début des années quatre-vingt-dix une pression internationale non négligeable s'est exercée à l'encontre des places financières disposant d'un secret bancaire soit dans le cadre de la lutte contre le blanchiment, soit dans celui de l'évasion fiscale. Ces deux politiques se rejoignent pour exiger plus de transparence et aboutissent à des directives ou des conventions auxquelles le Luxembourg se conforme.

A partir de 1990, les recommandations du GAFI (Groupe d'Action Financière Internationale) contre le blanchiment de capitaux issus du trafic de drogue, étendu après 2001 au terrorisme, ont conduit à plusieurs directives européennes (91/308/CEE ; directive 2001/97/CE ; 2005/60/CE). Elles visent essentiellement à mettre en place un système de prévention avec l'obligation d'identification formelle des clients et l'obligation pour les institutions financières de procéder à une déclaration de soupçons auprès des autorités en cas de doute. Une des originalités de la troisième Directive (2005) est qu'elle développe une approche par les risques alors que les deux précédentes avaient une approche purement réglementaire. Les banques sont donc incitées à adapter l'organisation de leurs systèmes de lutte anti-blanchiment au type de clientèle, à la nature des opérations et de relations d'affaires. Ces directives ont été successivement transposées en droit luxembourgeois et le Luxembourg n'a jamais fait partie des listes de pays et territoires non coopératifs (P&TNC) dans la lutte contre le blanchiment de capitaux. Les professionnels de la place sont dès lors astreints à l'obligation de connaître leurs clients et de suivre leurs opérations et de disposer d'une organisation interne adéquate (fonction *compliance officer*) capable de relever les comportements douteux des clients en matière de transactions financières.

En matière de fiscalité de l'épargne, après plusieurs décennies de discussions, l'Union européenne a abouti à un accord³⁸ entré en vigueur le 1^{er} juillet 2005, visant une harmonisation du mécanisme de taxation de l'épargne tout en laissant chaque Etat fixer son propre taux pour ses résidents. Avec l'instauration du principe d'échange automatique d'information, chaque Etat membre doit informer ses partenaires européens du montant des intérêts versés par un organisme financier domicilié sur son territoire à des non résidents originaires de l'Union Européenne. Trois Etats membres de l'Union Européenne : l'Autriche, la Belgique et le Luxembourg ont cependant obtenu de ne pas appliquer l'échange automatique d'informations et de la remplacer par une retenue à la source sur les revenus de certains produits³⁹. Mais cette exception a un caractère transitoire, jusqu'en 2011, date prévue pour la négociation de la généralisation de l'échange automatique d'informations. La Belgique a décidé de passer à l'échange automatique le 1^{er} janvier 2010. Les autorités luxembourgeoises exigent que la Suisse, le Liechtenstein, Saint-Marin, Monaco et Andorre acceptent d'appliquer des mesures similaires, pour que le Luxembourg s'y conforme et renonce ainsi en grande partie au secret bancaire pour les non résidents européens⁴⁰.

³⁸ Directive 2003/48/CE du Conseil du 3 juin 2003.

³⁹ Le taux de ce prélèvement doit augmenter progressivement : 15 % jusqu'au 1^{er} janvier 2008, 20 % jusqu'au 1^{er} janvier 2011 et 35 % à partir de cette date. 75 % des fonds collectés reviennent au pays de résidence de l'épargnant, les 25 % restants étant attribués au pays collecteur.

⁴⁰ Laszlo Kovacks, commissaire européen à la fiscalité et aux douanes en décembre 2009 explique dans une interview au *Temps* de Genève : « La question maintenant, au nom de la concurrence loyale entre places financières invoquée par le Luxembourg et l'Autriche, est de savoir quand ces pays tiers – à commencer par la Suisse – signeront avec l'Union européenne un accord formalisant leur respect des standards de l'OCDE. La Commission a négocié pour cela pendant des mois un accord type sur la fraude avec le Liechtenstein, que les Vingt-Sept doivent encore approuver à l'unanimité. Nous ferons ensuite de même avec les autres pays tiers si nos membres nous en donnent le mandat. Car une fois ces accords signés, le couperet tombera : Vienne, comme le Grand-Duché, devront immédiatement accepter l'échange automatique. » (12 décembre 2009)

Certaines clauses de cette directive sur la fiscalité de l'épargne sont apparues cruciales. Seuls les produits à revenus fixes sont concernés par cette retenue à la source et seuls les particuliers y sont assujettis. De plus, les contrats d'assurances-vie en sont également exclus. Les professionnels de la gestion de patrimoine à Luxembourg estiment que les fuites de capitaux sont restées limitées à de petits épargnants et l'épargne a été réorientée à partir de simples produits de taux vers des produits plus sophistiqués ou vers des placements en assurance-vie.

Face au contournement de la directive par l'utilisation de produits hors champ d'application mais qui présentent des caractéristiques comparables à celles visées, et par la découverte de l'emploi de structures intermédiaires qui dissimulent des véritables bénéficiaires des revenus, la Commission européenne a adopté le 13 novembre 2008 une proposition de modification de la directive⁴¹. Cette réforme étendrait le champ d'application de la directive à certains produits innovants et à des produits d'assurance-vie. De plus, les dispositions de la directive (échanges d'information ou retenues à la source) devraient être appliquées pour tout paiement d'intérêt lorsque le bénéficiaire effectif identifié est une personne physique résidant en Union européenne, même si les revenus transitent par des trusts de centres offshore (Bahamas, Bermudes, Îles Caïman, Jersey, Guernesey, Île de Man...) ou des fondations du Lichtenstein. La structuration des produits et des montages proposés par les opérateurs luxembourgeois de gestion de patrimoine apparaît très concernée par cette réforme. Son application exigera une profonde réadaptation de certaines pratiques du secteur.

En réaction à la crise financière, les membres du G20 réunis à Londres le 2 avril 2009 ont fait pression sur un certain nombre d'Etats pour qu'ils se conforment aux principes internationaux de transparence et d'échanges d'informations. Dans les mois qui ont suivi, le Luxembourg a accepté de signer une série de conventions fiscales d'échanges d'informations sur la base l'article 26 du modèle de convention proposée par l'OCDE, ce qui a permis son reclassement dans la catégorie de pays ayant mis en oeuvre les standards internationaux. Cet échange d'informations devra s'effectuer « sur demande ». Ceci implique notamment que l'Etat requérant ait établi un faisceau d'indices dirigés vers un compte au Luxembourg et qu'il précise le but fiscal dans lequel les renseignements sont demandés. Pour Luxembourg, ce renoncement partiel à son secret bancaire est plus facilement acceptable par le fait que des décisions similaires aient été prises parallèlement dans les places concurrentes en matière de gestion de patrimoine : Suisse, Autriche, Lichtenstein, Singapour et Hong Kong.

Quelle perspective pour la gestion de patrimoine (private banking) ?

Le renforcement depuis 2008 de la pression sur les centres offshore et en général sur certaines dispositions légales favorables à l'attraction de l'épargne internationale est susceptible de remettre en cause des pans entiers des activités de gestion de patrimoine (private banking) de ces places. Pourtant, certaines études de consultants (McKinsey, 2009), annoncent un potentiel important de développement de ces activités en raison du degré d'incertitude actuel et donc du grand besoin de conseils, imparfaitement couvert actuellement. En effet, selon leurs évaluations 40 à 50 % des actifs de personnes à richesse élevée⁴² ne sont pas gérés en banque privée. Des bouleversements dans l'ensemble de ce secteur d'activité sont attendus et conduisent à s'interroger sur les perspectives et plus précisément sur l'éventuelle restructuration de la gestion de patrimoine au Luxembourg.

⁴¹ Proposition de directive modifiant la directive 2003/48/CE en matière de fiscalité des revenus de l'épargne sous forme de paiement d'intérêts, 13 novembre 2008.

⁴² High Net Worth Individuals

Une des voies d'adaptation du secteur luxembourgeois de gestion de patrimoine consiste en une réorientation vers une clientèle plus fortunée, plus exigeante et moins régionale. Selon l'enquête d'Ernst and Young (2009), les banques luxembourgeoises spécialisées en gestion de fortune⁴³ attirent les déposants à portefeuille de taille considérés comme modeste. Ainsi, le montant moyen d'actif sous gestion s'élève à 786 000 euros (médiane : 743 000 euros) ; 90 % des clients du secteur de la banque privée luxembourgeoise détiennent moins de 1 million d'euros, et 80 % des clients ne représentent que 20% des actifs sous gestion. A partir d'une enquête de McKinsey (2009) portant sur 150 banques actives répartis sur les principaux centres financiers, la provenance géographique de la clientèle du Luxembourg est à 90 % européenne et se distingue nettement par exemple de celle de la Suisse, plus largement issue de pays émergents ou du reste du monde (tableau 3). Or, ces dernières années, la part de richesse détenue par les clients de pays émergents est en forte augmentation et constitue un potentiel important pour la gestion de patrimoine.

Tableau 3 : Origine de la clientèle en banque privée (stock en %)

| | Suisse | Luxembourg |
|--------------------|--------|------------|
| Europe occidentale | 51 % | 90 % |
| Marchés émergents | 36 % | 10 % |
| Reste du monde | 13 % | |

Source : McKinsey (2009)

La gestion de patrimoine est une activité financière dans laquelle l'offre de services et de conseil peut être améliorée et accrue. Il est assez courant qu'un conseil personnalisé se limite à la détermination d'un profil de risque du client, assorti d'un placement standard correspondant à ce profil. Or, les perturbations financières actuelles et récentes ont fait naître un besoin bien plus important de conseils sur les marchés, sur la liquidité et les risques des produits proposés. Actuellement, pour 59% des clients en banque privée à Luxembourg, le rôle du gestionnaire de patrimoine apparaît restreint car cette partie de la clientèle n'est pas suivie dans le cadre d'un mandat de conseil (Ernst and Young 2009). De plus, en 2009, 50% des placements en banque privée se font sur des produits monétaires ou à revenus fixes, où la valeur ajoutée et la marge des gestionnaires sont faibles.

En matière d'amélioration de l'offre de services, la place luxembourgeoise peut avoir l'ambition, grâce à la proximité de nombreux professionnels de la finance, de se positionner comme un centre (hub) européen de gestion et d'optimisation patrimoniale. La fonction de « Family Office » tend actuellement à se développer et consiste à offrir une gestion globale du patrimoine des familles très fortunées qui comprend : la gestion des relations bancaires, des relations d'assurance, les conseils immobiliers, fiscaux, en *private equity*... Il s'agit de concevoir une optimisation globale du patrimoine qui ne reposerait plus sur le secret bancaire et qui répondrait davantage à la demande d'informations et de gestion du risque dans un cadre pluri-juridictionnel. Cette évolution du métier de gestionnaire de patrimoine représente une opportunité pour le Luxembourg qui dispose de compétences en matière de gestion de patrimoines issus de plusieurs pays européens et qui est disposé à créer un cadre

⁴³ L'enquête d'Ernst and Young Luxembourg Private Banking Survey 2009, portant sur 16 entités représentatives de l'activité de gestion de patrimoine à Luxembourg (132 Mds d'euros, 245 283 clients)

réglementaire propice comme ce fut le cas pour les fonds dédiés⁴⁴ ou les fonds de pension européens⁴⁵.

Enfin, dans un environnement réglementaire plus exigeant, les efforts de conformité, de transparence, de gestion du risque sont susceptibles d'impliquer un accroissement des coûts opérationnels. Des économies d'échelle potentielles peuvent ainsi être attendues en matière de back office et de technologies de l'information en cas de modernisation de ces fonctions en utilisant notamment l'externalisation (Ernst and Young 2009, McKinsey 2009). Cette tendance peut provoquer un mouvement de concentration dans le secteur de la gestion de patrimoine qui, à Luxembourg, comme en général sur les autres centres spécialisés, est constitué de petites entités.

Enseignements:

- *Le secteur luxembourgeois de la gestion de patrimoine se trouve à une période cruciale de son histoire, devant la nécessité d'une profonde adaptation aux principes internationaux de transparence et d'échanges d'informations. Les opérateurs doivent saisir cette occasion pour se positionner sur des offres de services qui ne reposent plus sur le secret bancaire.*
- *Les pouvoirs publics ont su créer un cadre réglementaire propice aux développements de produits adaptés à la gestion de patrimoine. Il faut dorénavant que les règles renforcent la transparence et la réputation de ce secteur qui doivent être vues comme des facteurs d'attractivité de l'épargne internationale.*
- *Les gestionnaires de patrimoine vont être amenés à s'orienter vers une clientèle disposant d'un portefeuille plus élevé, aux besoins plus sophistiqués. Le niveau de conseil peut également être intensifié à condition que des efforts d'expertises soient réalisés. La place du Luxembourg peut s'appuyer sur une certaine expérience en matière de gestion de patrimoines issus de pays européens différents.*

⁴⁴ Les investisseurs ou familles très fortunés ont la possibilité de se constituer leur propre fonds d'investissement (fonds dédiés à une personne, à une famille). Ce type de produit permet la mise en place d'une structure d'ingénierie patrimoniale unique, parfois adossée à un contrat d'assurance vie.

⁴⁵ En juin 1999, le Luxembourg a été le premier pays d'Europe à promulguer une législation sur les fonds de pension internationaux. Suite à une directive européenne sur le sujet, la loi du 13 juillet 2005 instaure véritablement un cadre législatif communautaire relatif aux fonds de pension paneuropéens. Les entreprises multinationales établies dans différents pays de l'Union Européenne ont ainsi la possibilité d'établir un fonds de pension unique permettant de gérer divers plans de pension d'autres pays membres de l'Union Européenne.

Bibliographie

- Ang J.S., Wuh Lin J. (2001), A Fundamental Approach to Estimating Economies of Scale and Scope of Financial Products: The Case of Mutual Funds, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 16: 205–222.
- Basel Committee on Banking Supervision (2006), The management of Liquidity Risk in Financial Groups, The Joint Forum, BIS, Basel, May.
- Basel Committee on Banking Supervision (2008a), Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision, BIS, Basel, sept.
- Basel Committee on Banking Supervision (2008b), Second Part of CEBS'S Technical advice to the European Commission on Liquidity Risk Management, BIS, Basel.
- Basel Committee on Banking Supervision (2009), International Framework for Liquidity Risk Measurement, Standards and Monitoring", Consultative document, BIS, Basel, Dec.
- Bon A. et Vilret-Huot K. (2009), La banque dépositaire et la protection des investisseurs au Luxembourg, *Le mensuel de l'AGEFI*, juin 2009.
- Bourgain A. et Pieretti P. (2007), Discipliner les centres financiers offshore : Incitation par la pression internationale, *Région et développement*, n° 26, p.65-83.
- Briault C. (2009), Trust Less, Verify More; Financial Supervision in the Wake of the Crisis, The World Bank Group, Crisis Response, Note Number 5, July.
- Brunnermeier M., Crockett A., Goodhart Ch., Persaud A. D., Shin H. (2009), *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Geneva Reports on the World Economy, ICMB, CEPR.
- Buch Cl. M., DeLong G. (2008), Do weak supervisory systems encourage bank risk-taking?, *Journal of Financial Stability* 4, 23–39.
- Chen J., Hong H. Huang M. Kubik, J. D. (2004), Does Fund Size Erode Mutual Fund Performance? The Role of Liquidity and Organization, *American Economic Review*, December, v. 94, iss. 5, p. 1276-1302.
- Commission of the European Communities (2007), Review of the Lamfalussy Process – Strengthening Supervisory Convergence, *Communication from the Commission*, COM (2007) 727 final, Brussels.
- CRA (2006), Potential cost savings in a fully integrated European investment fund market, Final report, prepared for European Commission, D.G. for Internal Market and Services, prepared by T. Willsdon and K. Malcon, September.
- CSSF (2009), Rapport annuel 2008.
- Derviz A., Podpiera J. (2007), Cross–Border Lending Contagion in Multinational Banks, *ECB Working Paper Serie S*, n° 807, sept. 2007
- EFAMA (2009), EFAMA's Second Annual Report, April.
- Ernst and Young (2009), Private Banking Survey 2009, décembre.
- Heinemann F. (2002), The Benefits of Creating an Integrated EU Market for Investment Funds, ZEW Discussion Paper No. 02-27, (Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung).

- Herring R. J. (2007), Conflicts Between Home & Host Country Prudential Supervisors, in Evanoff D., Kaufman G., Labrosse J.R., *International Financial Instability: Global Banking and national Regulation*, World Scientific Publishing, 201-19.
- Hertig G., Lee R., McCahery J. (2009), Empowering the ECB to Supervise Banks: A Choice-Based Approach, TILEC Discussion Paper 2009-01, Paolo Baffi Centre Research Paper n°2009-58, August 2009.
- Hirsch A. (1981), Supervising Multinational Banking Organizations: Responsibilities of the Home Country, *Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation*, 3, 238-243.
- Houben A., Schrijvers I. and Willems T. Supervising Cross-Border Banks in Europe, *Journal of Banking Regulation*, August 2008, v. 9, iss. 4, pp. 227-46
- KPMG et RBC-Dexia (2009), UCITS IV: Which Business Model for Tomorrow ?
- Latzko D. (1999), Economies of Scale in Mutual Fund Administration, *Journal of Financial Research*, 22.
- Lawson J., Barnes S. and Sollie M. (2009), "Financial Market Stability in the European Union: Enhancing Regulation and Supervision", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 670, OECD publishing.
- Lipper-Fitzrovia (2006), Fee & Expense Analysis of European Cross-Border Funds, November, www.lipperfitzrovia.com.
- Mayes D. G. (2006), "Financial stability in a world of cross-border banking: Nordic and Antipodean solutions to the problem of responsibility without power", *Journal of Banking Regulation Vol. 8, 1* 20–39
- Mayes D.G. (2009), "Optimal Structures for Financial Regulation and Supervision", CESifo DICE Report 2/2009.
- McKinsey & Company (2009), European Private Banking Survey 2009, July.
- OCDE (2003), Améliorer l'accès aux renseignements bancaires à des fins fiscales : rapport d'étape 2003.
- OXERA (2006), Current trends in the European Asset Management Industry, prepared for European Commission, D.G. for Internal Market and Services, October.
- Pieretti P., Bourgain A. et Courtin Ph. (2007), *Place financière de Luxembourg. Analyse des sources de ses avantages compétitifs et de sa dynamique*, de Boeck.
- Pruyt E. (2009), "Saving a Bank? Cracking the Case of the Fortis Bank?" in: Proceedings of the 27th International Conference of the System Dynamics Society, Albuquerque, USA.
- PWC (2008), The retailisation of non-harmonised investment funds in the European Union, prepared for European Commission, D.G. for Internal Market and Services, October.
- PWC (2009), Global Funds Distribution 2009, June, www.pwc.com/lu.
- Riassetto I. (2009), UCITS Depositary's Liability, Conference ILA/IFE: Governance of Funds, Luxembourg, 01 dec.
- Rychtarik S. (2009), "Liquidity Scenarios Analysis in the Luxembourg Banking Sector", WP n°41, Banque Centrale du Luxembourg, septembre.
- Véron N. (2008), "Europe's Banking Challenge: Reregulation without Refragmentation", CESifo Forum, 4/2008.

Vives X. (2001), "Restructuring Financial Regulation in the European Monetary Union"
Journal of Financial Services Research, 19:1, 57-82.